



Università Cattolica del S. Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 3/2002

Rapporto redatto nel mese di **ottobre 2002** da:

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

con la **collaborazione** di: Stefano Corona, Roberta Famà e Maurizio Marchiori.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili a fine ottobre 2002.



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

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

INDICE

SINTESI	pag. I
UN PO' DI FIDUCIA CERCASI	“ 1
1 – LA CONGIUNTURA ECONOMICA, CON QUALCHE SPUNTO SUI DIFFERENZIALI NORD-SUD	“ 3
1.1 Il quadro congiunturale complessivo	“ 3
1.2 L'economia USA: una crescita lenta e l'incertezza militare	“ 5
1.3 L'economia europea: una crescita asfittica	“ 9
1.4 Dove va il Patto di Stabilità e Crescita?	“ 12
1.5 Qualche spunto sui differenziali Nord-Sud	“ 15
1.5.1 Aumentano i divari del PIL pro-capite...	“ 15
1.5.2 Si riducono i divari del PIL per occupato	“ 17
1.5.3 Le <i>success stories</i> a livello locale	“ 18
1.5.4 Una struttura economica ancora da area sottosviluppata	“ 19
2 – LA FINANZA PUBBLICA IN ITALIA	“ 22
2.1 I risultati di finanza pubblica nel 2001 e nel 2002	“ 22
2.2 Gli obiettivi per il 2003	“ 25
2.3 La legge finanziaria per il 2003	“ 26
2.4 La distribuzione territoriale di spese ed entrate pubbliche: un quadro generale	“ 33
3 – LA CONGIUNTURA MONETARIA E I TASSI D'INTERESSE	“ 41
3.1 Tassi ufficiali e aggregati monetari e creditizi	“ 41
3.2 I tassi di mercato e le aspettative	“ 44
3.3 Le banche italiane: impieghi, raccolta e tassi di interesse	“ 48
3.4 Le previsioni dei tassi bancari	“ 54
4 – IL CREDITO BANCARIO NELLE REGIONI ITALIANE: I PROBLEMI DEL MEZZOGIORNO	“ 58
4.1 Le trasformazioni delle strutture creditizie nel Mezzogiorno	“ 58
4.2 L'attività di prestito nei mercati bancari meridionali	“ 65
4.3 La rischiosità del credito: differenze tra regioni	“ 68
4.4 Rischio e costo del credito	“ 70
4.5 Disponibilità del credito e rapporto banca-impresa	“ 73
4.6 L'attività di raccolta e i servizi di gestione del risparmio	“ 77



5 – STRUMENTI FINANZIARI E GESTIONE DEL RISPARMIO	“ 81
5.1 Il ricorso delle imprese al mercato dei capitali	“ 81
5.2 La gestione del risparmio	“ 84
5.3 I prodotti a capitale garantito	“ 90
5.4 Gli scambi di titoli quotati	“ 95

SINTESI

La congiuntura economica, con qualche spunto sui differenziali Nord-Sud – Basso livello della domanda (con la sola parziale eccezione degli USA), caduta dei valori di borsa (con un conseguente “effetto ricchezza” che comincia ad essere evidente anche in Europa), indici di fiducia delle famiglie in calo, incertezze sulle prospettive dell’intervento militare in Iraq (per il quale esistono al momento diversi possibili scenari, con differenti effetti in termini di costi e rischi), difficoltà del sistema bancario in Giappone: questi sono gli aspetti che caratterizzano attualmente il quadro congiunturale internazionale esaminato nel primo capitolo. Con il passare dei mesi si assiste pertanto alla progressiva riduzione delle aspettative di crescita del PIL sia in Usa che in Europa, mentre in Giappone l’evoluzione continua a rimanere negativa.

La dialettica sviluppatasi intorno al rispetto-revisione del Patto di Stabilità e Crescita fornisce, attraverso le preoccupazioni della BCE, segnali non del tutto positivi sulla credibilità delle istituzioni europee di fronte al mercato, ed in particolare sulle ulteriori riduzioni dei tassi che sarebbero utili per contrastare l’insoddisfacente andamento dell’economia.

In presenza di prospettive non particolarmente favorevoli per l’economia italiana, il dibattito sulla legge finanziaria per il 2003, che disciplina e limita i provvedimenti di incentivazione all’attività produttiva nel Mezzogiorno, sta riportando alla luce il problema del dualismo territoriale in Italia. Si sta infatti riaprendo il divario, in termini di PIL per abitante, fra tale area ed il resto del paese, ma nel contempo, complice l’insufficiente sviluppo dell’occupazione, la crescita della produttività risulta più sostenuta rispetto a quella settentrionale. Tale aumento si accompagna ancora ad una specializzazione che mantiene segni e caratteri di un’area sottosviluppata, nonostante l’apparire e l’emergere di segnali incoraggianti su particolari segmenti dell’economia locale.

La finanza pubblica – Il capitolo riesamina i risultati di finanza pubblica del 2001 alla luce delle nuove regole decise da Eurostat per la contabilizzazione dei proventi derivanti dalle operazioni di cartolarizzazione effettuate dalle Amministrazioni Pubbliche. L’esclusione di tali operazioni ha portato l’indebitamento netto 2001 al 2,2%.

Il preconsuntivo 2002 indica un peggioramento dei conti pubblici (indebitamento netto al 2,1% contro l’1,1% previsto nel luglio scorso), dovuto sia all’impatto del quadro congiunturale sul gettito tributario, sia ad una incidenza sul PIL della spesa corrente primaria superiore agli obiettivi originariamente indicati.

Per il 2003 è atteso un rapporto indebitamento/PIL pari all’1,5%. La manovra proposta nel disegno di legge finanziaria ammonta a circa 9,5 miliardi di euro, dei quali 3,6 derivanti da interventi sulle entrate e 5,9 miliardi da interventi sulla spesa. A fronte di minori entrate certe di natura permanente (sgravi fiscali per le

persone fisiche e le società pari a 4,3 miliardi di euro) si contrappongono misure una tantum (tra queste: il concordato di massa e lo “scudo fiscale” bis per complessivi 7 miliardi di euro); anche dal lato della spesa, gli interventi proposti non prospettano effetti di miglioramento strutturale.

L'indebitamento strutturale dell'Italia - il cosiddetto “deficit corretto per gli effetti del ciclo” introdotto dalla Commissione Europea per la valutazione del pareggio di bilancio - nel 2003 è programmato allo 0,5%, contro l'1,2% del 2002.

Il capitolo si completa con alcune informazioni sulla struttura territoriale delle principali spese ed entrate pubbliche, utili per affrontare alcuni aspetti inerenti la questione del federalismo fiscale.

La congiuntura monetaria e i tassi di interesse - L'analisi relativa al secondo quadrimestre dell'anno evidenzia una sostanziale stabilità dei tassi a breve termine ed una leggera riduzione dei tassi a lunga (sia sul dollaro che sull'euro). Le aspettative sull'andamento dei tassi di mercato e sul Repo si sono rovesciate rispetto a giugno: fino ad allora i tassi impliciti segnalavano possibili aumenti, ora segnalano una discesa generalizzata dei rendimenti dell'Euribor ed una probabile riduzione del tasso Repo di 0,25 punti percentuali intorno alla fine dell'anno.

Con riferimento ai due pilastri della politica monetaria europea, le previsioni della Banca Centrale sulla ripresa dell'economia sono oggi meno ottimistiche di qualche mese fa; per contro, sono divenute più positive quelle sul fronte dell'inflazione. Permangono invece le preoccupazioni circa il protrarsi dell'attuale dinamica della moneta (la M3 continua a crescere a tassi molto al di sopra il valore di riferimento del 4,5%).

In Italia è proseguita la decelerazione degli impieghi, contestualmente ad una ulteriore divaricazione fra il tasso di crescita della componente a breve, ormai prossimo allo zero, e quello della componente a medio-lungo termine, stabilmente superiore al 10%. Il profilo di rischio del portafoglio prestiti delle banche ha iniziato a mostrare i primi segnali di peggioramento: a partire dalla fine di maggio il tasso di variazione delle sofferenze è infatti divenuto positivo. Nel medesimo periodo la raccolta bancaria ha continuato la sua crescita a ritmi sostenuti, polarizzata ormai sulla componente a vista (+11,6% la variazione tendenziale ad agosto) e sulle obbligazioni (+10,6% ad agosto). I tassi bancari sono invece rimasti sostanzialmente stabili, con una lieve flessione in agosto.

Il capitolo propone inoltre un'analisi comparata fra l'Italia e gli altri paesi europei, dalla quale emerge che le oscillazioni dei tassi bancari sono più contenute rispetto a quelle dei tassi di mercato e che l'aggiustamento alle variazioni del Repo avviene con una dinamica simile in tutti i paesi.

Il credito bancario nelle regioni italiane: i problemi del mezzogiorno – Il capitolo analizza gli effetti dei processi di concentrazione, intervenuti nella seconda parte degli anni Novanta, che hanno interessato il sistema bancario nel Mezzogiorno.

L'approfondimento riguarda in particolare sia l'attività di prestito, la relativa maggiore rischiosità ed i correlati aspetti di costo e di disponibilità del credito, sia l'evoluzione della raccolta diretta ed indiretta.

Tale analisi sembra confermare l'ipotesi che i processi di ristrutturazione lungo la direttrice Nord-Sud - motivati in alcuni casi dalla necessità di affrontare situazioni di crisi non risolvibili all'interno dei mercati meridionali - siano in realtà stati guidati non tanto da obiettivi di ampliamento e di diversificazione dell'attività di impiego, quanto piuttosto dalle superiori prospettive di crescita della raccolta in tali mercati e pertanto dalle opportunità di sviluppo dell'offerta, nel segmento *retail*, di prodotti della gestione del risparmio.

Strumenti finanziari e gestione del risparmio – Dal capitolo emerge come il clima di incertezza che ha caratterizzato i mercati finanziari nel corso dei primi nove mesi del 2002 abbia condizionato sia il ricorso delle imprese al mercato dei capitali, sia le scelte di investimento del pubblico.

Particolarmente ridotto è risultato l'ammontare di risorse raccolte con offerte pubbliche di vendita/sottoscrizione (5 operazioni per complessivi 1.307 milioni di euro, -71,6%) mentre il denaro fresco raccolto attraverso aumenti di capitale (13 operazioni per complessivi 3.271 milioni di euro) appare in linea con il medesimo periodo dell'anno precedente. Va tuttavia segnalato che le principali operazioni sul capitale sono state proposte da società in fase di difficoltà e per le quali sono previsti interventi di profonda ristrutturazione.

Per quanto riguarda invece le scelte di investimento dei risparmiatori, è proseguita la fase di riallocazione dei portafogli verso gli strumenti caratterizzati da un profilo di rischio contenuto e da maggiore liquidità. Tale orientamento si manifesta sia negli investimenti diretti che nella scelta di prodotti di risparmio gestito.

Nei primi nove mesi del 2002 la raccolta netta dei fondi comuni di investimento italiani è stata negativa per 11.548 milioni di euro (-20.835 nell'intero anno 2001). La tendenza negativa ha interessato tutti i comparti, ad eccezione dei fondi liquidità, la cui incidenza sul patrimonio complessivo è salita al 19,3% (12,5% a fine 2001 e 5% a fine 2000).

Il capitolo propone inoltre alcune riflessioni sui prodotti "a capitale protetto" o "a capitale garantito", la cui diffusione è andata accentuandosi negli ultimi mesi in risposta all'incerta congiuntura finanziaria.

UN PO' DI FIDUCIA CERCASI*

In tutta Europa - e soprattutto in Italia - la fiducia dei consumatori si è continuamente ridotta, nel corso del 2002, e questa tendenza non sembra destinata ad invertirsi presto. Quali le possibili spiegazioni?

Due sembrano le cause principali. Anzitutto il terrorismo e le stragi di cui si ha quotidiana notizia: non solo nel vicino Medio Oriente, ma un po' in tutto il mondo. L'allarme che ciò ha provocato si confronta con la percepibile indifferenza con cui molti governi europei hanno affrontato il problema, quasi che la tragedia dell'11 settembre 2001 avesse dimostrato che c'è soltanto un problema per gli Stati Uniti. E ancor più l'indifferenza dei governi europei è manifesta nei confronti della tragedia arabo-israeliana: sembra che anche questa vicenda riguardi tutti meno che i nostri governi.

La sfiducia dei cittadini non è dunque priva di motivazioni, se relativa alla sicurezza - che indirettamente riguarda tutti e ciascuno - ed alla percepita assenza di rimedi.

La seconda possibile spiegazione è più strettamente economica e riguarda il continuo tendenziale declino dell'attività economica, con timori relativi anche alle prospettive di reddito e di occupazione per i prossimi tempi.

L'aspetto da sottolineare in merito è che - a differenza del terrorismo (dove la violenza e la paura sono continuamente verificate nei fatti e quindi enfatizzate dai media) - nel caso dell'economia la sfiducia non ha finora avuto grandi conferme. Il reddito nazionale è, seppur di poco, continuamente aumentato; e dalle statistiche del mercato del lavoro risulta anche un continuo aumento dell'occupazione (che solo in parte può essere la semplice "emersione", nelle statistiche, di lavoratori già precedentemente occupati). Al di là dei crolli della Borsa - peraltro già avvenuti da tempo - e delle perdite sui titoli argentini (ma anche questo fatto si è materializzato da tempo), l'unico altro evento che può aver turbato i consumatori europei e italiani è il *changeover*, cioè l'avvento della nuova moneta con l'estensione dell'uso dell'Euro (nei primi tre anni limitato alle transazioni finanziarie) a tutti gli acquisti quotidiani.

La fiducia dei consumatori è risultata erosa dalla confusione provocata dai nuovi prezzi in Euro, che ha fatto percepire un'inflazione molto maggiore di

* A cura di G. Vaciago



quanto indicato dalle statistiche ufficiali. Ne è risultato sia un temuto impoverimento, che ha frenato la spesa dei consumatori, sia - anche in questo caso - l'impressione di essere "abbandonati" dal proprio Governo.

La paura dei consumatori di fronte ai problemi della sicurezza, abbinandosi ai timori più o meno giustificati di una esplosione inflazionistica (non a caso nulla di tutto ciò si è verificato in America e in Inghilterra, dove non c'è stato l'Euro, e dove anche la posizione del governo nei confronti del terrorismo è stata molto più determinata), hanno fatto precipitare la fiducia - e ridurre la spesa - dei consumatori.

Se questa interpretazione sembra convincente, è allora chiaro che tra le premesse di una ripresa dell'economia nel corso del 2003 c'è anche il recupero di un po' di fiducia da parte dei consumatori, europei e italiani, cioè delle politiche appropriate da parte dei nostri governi.

1. LA CONGIUNTURA ECONOMICA, CON QUALCHE SPUNTO SUI DIFFERENZIALI NORD-SUD*

Con il passare dei mesi le stime sull'andamento dell'economia mondiale nel 2002 si riducono progressivamente verso tassi di crescita del PIL sempre più bassi sia in USA che in Europa. Il Giappone si presenta con un tasso di crescita negativo. Basso livello della domanda, caduta dei valori di borsa, indici di fiducia delle famiglie in calo, incertezze sugli investimenti legate alle prospettive dell'intervento militare in Iraq, difficoltà del sistema bancario in Giappone caratterizzano il bollettino congiunturale dell'economia. In Europa poi la dialettica che si è sviluppata sul rispetto-revisione del Patto di Stabilità e Crescita fornisce, attraverso le preoccupazioni della BCE, segnali non del tutto positivi sulle ulteriori riduzioni dei tassi che sarebbero utili per contrastare l'insoddisfacente andamento dell'economia.

Di fronte a un andamento congiunturale non particolarmente favorevole anche per l'Italia si stanno riaprendo i divari di PIL per abitante tra il Mezzogiorno e il resto del paese. L'aumento della produttività totale si accompagna ancora a una specializzazione produttiva che mantiene segni e caratteri di un'area sottosviluppata, nonostante l'apparire e l'emergere di segnali incoraggianti su particolari segmenti dell'economia locale.

1.1 Il quadro congiunturale complessivo

L'economia internazionale è ancora in fase di stallo. I segnali di ripresa che si erano manifestati prima della pausa estiva si sono già affievoliti. Le previsioni di crescita sono state ulteriormente aggiornate al ribasso (TAB. 1.1), confermando i timori - espressi prima dell'estate - di un avvio della ripresa rinviato all'anno 2003.

Tale quadro congiunturale negativo deriva da un diffuso peggioramento delle *performance* - correnti e attese - registrate dalle maggiori economie. Gli USA - che stando alle conclusioni raggiunte dagli esperti del National Bureau for

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

Economic Research (NBER) non hanno ancora ufficialmente concluso la fase recessiva iniziata nel marzo 2001 – hanno recentemente conosciuto una serie di battute d’arresto negli indicatori economici. L’economia giapponese - per la quale sembrava ormai inevitabile una decisa ripresa con l’inizio del 2003 - continua ad essere minata dalla fragilità del sistema bancario, su cui gravano crediti inesigibili di dimensioni sempre maggiori. Lo stesso FMI ha recentemente richiamato l’attenzione della opinione pubblica – all’interno dell’ultimo World Economic Outlook – sulla necessità ormai improrogabile di un’approfondita ristrutturazione delle banche. D’altro canto, neppure l’economia europea è fonte di impulsi positivi per la ripresa internazionale. La domanda interna continua a languire in gran parte delle principali economie. Le difficoltà della Germania si sono ulteriormente consolidate.

TAB. 1.1 - Le previsioni FMI: tasso di crescita del PIL

Paese	2002 (Apr. 2002)	2002 (Ott. 2002)	2003 (Ott. 2002)
USA	2,3	2,2	2,6
Giappone	-1,0	-0,5	1,1
Germania	0,9	0,5	2,0
Francia	1,4	1,8	2,3
Italia	1,4	0,7	2,3
Regno Unito	2,0	1,7	2,4
Canada	2,5	3,4	3,4
G 7	1,7	1,7	2,5
Area euro	1,4	0,9	2,3

Fonte: IMF, *World Economic Outlook*, Ottobre.

La diffusa decelerazione della crescita nell’Area Euro ha messo chiaramente in difficoltà la Germania ed altri paesi di fronte al Patto di Stabilità e Crescita (PSC). Il dibattito che ne è derivato – riguardante la necessità di una revisione o addirittura di una abolizione del Patto stesso – è ancora in fase di svolgimento ed alimenta dubbi che certamente non contribuiscono a rafforzare la credibilità delle istituzioni europee di fronte al mercato, con evidenti riflessi negativi sulle quotazioni del cambio dell’Euro.

Come ulteriore elemento critico va ricordata la situazione dell’economia brasiliana. A meno di un anno dal crollo del *currency board* argentino, il Brasile ha iniziato a soffrire una crisi di fiducia – alimentata anche dall’incertezza

associata alla tornata elettorale per il rinnovo della carica di presidente della Repubblica – che ha costretto le autorità monetarie ad aumentare in modo deciso i tassi di interesse nel tentativo di fermare il rapido deprezzamento del tasso di cambio del real, superiore al 35% rispetto alle quotazioni di inizio d'anno. Il livello decisamente elevato raggiunto dai tassi di interesse brasiliani ha spinto lo *spread* nei confronti dei Treasury USA su livelli giudicati di *default*, per via degli effetti controproducenti esercitati sull'andamento dei conti di finanza pubblica. Di conseguenza, un prossimo, ulteriore deprezzamento della moneta brasiliana sui mercati valutari sembra un evento inevitabile, che renderebbe ancora più critica la situazione non solo del Brasile (rendendo necessaria una ristrutturazione del suo debito estero) ma dell'intera area latino-americana (già gravata dalla recessione di Argentina, Uruguay e Venezuela) e persino dello stesso FMI. Non va infatti dimenticato che il Fondo ha annunciato proprio alla fine dello scorso mese di settembre l'erogazione di un prestito di 30 miliardi di dollari al governo di Brasilia. Una eventuale crisi valutaria e finanziaria porrebbe nuovamente il FMI nell'occhio del ciclone, contribuendo a minarne la reputazione, già in flessione dopo lo scoppio della crisi argentina.

Infine non va dimenticato che sull'attuale quadro congiunturale internazionale gravano in modo particolarmente rilevante fattori di natura politica. L'aspettativa di un intervento militare in Iraq – la cui durata e natura rimane al momento ancora incerta - condiziona pesantemente sia l'andamento dei mercati finanziari che le quotazioni del petrolio. Ne è derivata una caduta degli indici di fiducia delle famiglie e, tramite essi, una scarsa dinamica dei consumi (con la sola, parziale eccezione degli USA). L'aumento del prezzo del petrolio che ha superato la soglia dei 30 dollari al barile concorre a mantenere aspettative di una ulteriore caduta dei livelli di attività. Fino a quando non verrà presa una decisione risolutiva sulla questione irachena, l'incertezza continuerà a permanere condizionando le *performances* sia dei mercati finanziari che dell'economia reale.

1.2 L'economia USA: una crescita lenta e l'incertezza militare

Agli inizi del mese di ottobre il National Bureau for Economic Research ha diramato l'ennesimo comunicato contenente il giudizio sullo stato della

congiuntura. La recessione iniziata nel mese di marzo 2001 non è ancora ufficialmente conclusa, nonostante gli incrementi registrati negli ultimi mesi sia dalla produzione che dal reddito. Il PIL, cresciuto del 5,0% nel I trimestre dell'anno (variazione congiunturale annualizzata), ha conosciuto un ulteriore sviluppo dell'1,3% nel II trimestre, grazie ad una espansione dei consumi pari all'1,8% (+3,1% nel I trimestre). La produzione industriale, dopo aver toccato un punto di minimo nel dicembre 2001, ha continuato a crescere sino al luglio 2002, registrando una diminuzione solo in agosto. Il reddito personale - al netto dei trasferimenti - ha conosciuto un continuo incremento negli ultimi 12 mesi, raggiungendo in agosto un livello ormai già superiore a quello registrato in occasione del precedente punto di massimo. Peraltro un andamento ancora migliore è stato seguito dal reddito disponibile - alimentato dai trasferimenti alle famiglie del Governo federale - sostenendo così la crescita dei consumi, che potrebbe proseguire anche nel corso del prossimo anno (senza tuttavia superare un'espansione pari al 2,0% su base annua). Si tratta di un aspetto decisamente importante considerando il fatto che proprio la tenuta dei consumi ha contribuito ad alimentare la mini-ripresa sinora prodottasi.

Sulla base di questi primi dati la recessione sembrerebbe dunque definitivamente conclusa. In verità, il mancato riconoscimento della fine della recessione trova spiegazione - secondo gli esperti del NBER - nella necessità di lasciar trascorrere alcuni mesi per raccogliere informazioni sufficienti che escludano la possibilità di una successiva, nuova flessione dei livelli di attività. In altre parole, sembra che i tecnici del NBER non abbiano ancora del tutto eliminato la possibilità di trovarsi di fronte ad un *double dip*. La fase di caduta degli investimenti in scorte che - dopo tre mesi di incrementi consecutivi tra maggio e luglio - sembrava giunta ormai a conclusione, ha subito una battuta d'arresto in agosto. Ciò che preoccupa non è tanto la diminuzione (peraltro inattesa) dello 0,1% del valore delle scorte di magazzino in agosto, quanto il livello molto basso del rapporto scorte-vendite pari a 1,34 che costituisce un minimo storico. D'altro canto, non va dimenticato che - a supportare ulteriormente la cautela del NBER - vi è l'andamento dell'indice dei *leading indicators*, caduto dello 0,2% nel mese di settembre; questa flessione - la quarta consecutiva - è dovuta per lo più al cattivo andamento degli indicatori anticipatori legati ai mercati finanziari, quali l'indice del mercato azionario, lo *spread* tra i tassi a lunga e a breve, e l'indice di fiducia

dei consumatori. Sull'andamento del mercato azionario basterà ricordare che – rispetto alle quotazioni di 6 mesi prima - l'indice S&P 500 ha registrato nel mese di ottobre una flessione di oltre 30 punti percentuali. La forte flessione della borsa - peraltro comune a tutte le principali piazze finanziarie - ha sicuramente influito negativamente sull'andamento dell'indice di fiducia dei consumatori, calato in settembre (-1,2%) per il quarto mese consecutivo, su cui ha pesato anche la debolezza del mercato del lavoro.

Emerge quindi uno scenario confuso fatto di alcuni segnali positivi che si alternano ad avvisaglie di una possibile, nuova inversione di tendenza. Il rischio di una falsa partenza non è quindi stato definitivamente eliminato e sembra essere percepito dalle stesse autorità monetarie, visto e considerato che, in occasione di una delle ultime riunioni del FOMC, due dei suoi 12 membri si sono espressi in favore di una riduzione dei tassi di interesse attualmente pari all'1,75%. Peraltro a rafforzare il giudizio interlocutorio espresso dal NBER vi sono anche i dati riguardanti l'andamento dell'occupazione. Pur ricordando la natura *lagging* di questo indicatore, non va infatti sottovalutato che l'occupazione è cresciuta solo leggermente tra maggio ed agosto, per poi diminuire nuovamente in settembre. Nel complesso il tasso di disoccupazione ha raggiunto il 5,7% della forza lavoro, ma non è escluso che possa arrivare al 6% nei prossimi mesi. Tuttavia è probabile che il giudizio del NBER sconti anche e soprattutto l'incertezza derivante dal quadro politico internazionale. La possibilità che venga realizzato un intervento militare in Iraq condiziona infatti pesantemente lo scenario congiunturale americano e internazionale.

Il peso dell'incertezza riguardante l'intervento militare in Iraq.

Al momento attuale esistono diversi possibili scenari di crisi, che comportano effetti diversi sulle grandezze considerate rilevanti (quali il prezzo del petrolio, il deficit pubblico USA e il livello dei tassi di interesse), in funzione della possibile durata e intensità dell'intervento militare.

Il primo scenario sconta la possibilità di un intervento rapido e tale da coinvolgere solo in modo limitato la macchina bellica americana (e degli eventuali alleati). In questo caso si prefigura un rialzo temporaneo del prezzo del petrolio (di almeno 5 dollari), e un deficit pubblico USA solo lievemente aumentato, anche se il costo della guerra potrebbe non essere inferiore (nel caso

più favorevole) a 100 miliardi di dollari. Una volta terminato il conflitto il prezzo del petrolio dovrebbe drasticamente scendere.

Tuttavia esiste anche la possibilità di un intervento ben più prolungato nel tempo e intenso nello sforzo militare profuso. In tal caso non sarebbe da escludere un calo della produzione di petrolio da parte del cartello OPEC che potrebbe provocare un incremento (deciso e persistente) del prezzo del petrolio. Inoltre il deficit pubblico USA potrebbe essere influenzato negativamente da un sostenuto aumento della spesa militare, che tuttavia favorirebbe una maggior crescita del PIL (che nell'opinione di alcuni previsori è quantificabile in un punto percentuale). In tal caso, non andrebbe neppure sottovalutata la possibilità di un rialzo dei tassi a lunga, conseguente all'incremento del deficit, già superiore al 3% del PIL nel II trimestre dell'anno. Nel complesso, lo scenario di guerra prolungata e intensa sembra risultare foriero di maggiori costi e rischi.

Effetti lievemente diversi si manifesterebbero all'interno dell'area dell'euro che - più degli USA - scontrerebbe l'effetto negativo del rincaro del greggio sulla dinamica inflazionistica, che difficilmente potrebbe scendere al di sotto dell'obiettivo del 2%; inoltre, al contrario degli USA, l'Area Euro godrebbe solo di un limitato contributo positivo al processo di crescita (stimato in soli 0,2 punti percentuali in più rispetto alle stime prodotte con riferimento allo scenario privo di guerra), riconducibile alla eventuale maggior domanda di importazioni proveniente dalla economia americana.

Al fine di valutare la plausibilità dei diversi scenari di guerra può essere utile ricordare quanto accaduto in occasione della guerra del Golfo. Dopo l'invasione irachena del Kuwait le borse reagirono in modo decisamente negativo, conoscendo flessioni pari o superiori al 20% nell'arco di soli due mesi. Contemporaneamente il prezzo del petrolio arrivò quasi a raddoppiare. Tuttavia, all'indomani dell'inizio dell'operazione *Desert Storm* si venne a produrre una rapida inversione di tendenza nei prezzi del greggio e delle azioni, in quanto risultò immediatamente chiaro che la risoluzione del conflitto sarebbe stata raggiunta in tempi brevi. Ciò significa che, una volta eliminata l'incertezza sulla durata e sull'intensità del conflitto, il mercato acquisì nuovamente fiducia riportando sui livelli precedenti l'inizio della crisi i prezzi delle azioni e del petrolio.

Attualmente lo scenario politico internazionale è tale da mantenere elevata l'incertezza sia sul *timing* che sull'intensità dell'eventuale intervento. I mercati hanno in parte già incorporato nei prezzi l'incertezza esistente: diversi analisti ritengono che attualmente il prezzo del petrolio incorpori un premio per il rischio di guerra di 5 dollari al barile; analogamente si pensa che i mercati finanziari abbiano già corretto al ribasso i prezzi delle attività in reazione allo scenario descritto. Grosso modo è possibile affermare che il mercato attualmente attribuisce una probabilità maggiore allo scenario di rapida risoluzione della crisi. In caso contrario infatti sarebbe assai difficile spiegare un livello dei tassi di interesse a lungo termine così basso: negli USA sono attualmente inferiori al 4% sulla scadenza decennale, il livello minimo degli ultimi 40 anni.

Infine, non va dimenticato che l'incertezza associata allo scenario politico internazionale favorisce il manifestarsi di un effetto *safe-heaven* che potrà probabilmente condurre verso un rafforzamento del dollaro sui mercati valutari. Il combinato disposto di un dollaro forte e di una modesta crescita sia dell'Europa che del Giappone, inoltre, non potrà che determinare un ulteriore ampliamento del disavanzo delle partite correnti di bilancio dei pagamenti, attualmente superiore ai 4,5 punti percentuali del PIL. La correzione degli squilibri delle partite correnti dell'economia USA sembra quindi ulteriormente rimandata nel tempo.

1.3 L'economia europea: una crescita asfittica

Dopo una lieve e breve ripresa manifestatasi in apertura d'anno l'economia dell'Area Euro fronteggia nuovamente il rischio di un avvitamento su se stessa. Il PIL, cresciuto dello 0,3% nel II trimestre, dovrebbe aumentare solo dello 0,2% nel III trimestre dell'anno, risentendo negativamente della maggior incertezza (di cui si è già diffusamente parlato in precedenza), della flessione dei consumi (abbastanza sostenuta sia in Germania che in Italia) e dello scarso grado di fiducia delle imprese e delle famiglie - quest'ultimo condizionato anche dall'avverso andamento dei mercati azionari. La crescente rilevanza attribuita dai risparmiatori del Vecchio Continente agli investimenti in titoli azionari ha infatti contribuito ad aumentare negli ultimi anni l'incidenza degli effetti ricchezza sulla domanda aggregata. Recenti indagini condotte dagli economisti del Fondo Monetario hanno

stimato in un quarto di punto percentuale l'impatto sulla (minor) spesa esercitato dal recente cospicuo calo delle quotazioni delle borse europee. Peraltro il grado di fiducia delle famiglie può essersi deteriorato anche a seguito della introduzione fisica dell'euro. Il *changeover* si è infatti accompagnato al diffondersi di una "opinione comune" secondo la quale esso avrebbe determinato aumenti di prezzo non ancora rilevati nelle statistiche ufficiali, che potrebbe avere spinto i consumatori stessi ad aumentare la quantità di risparmi precauzionali (evidentemente attraverso una contrazione dei consumi).

La crescita attesa dell'Europa per l'anno 2002 non supera l'1,0%, mentre ci si aspetta una decisa accelerazione nel corso del prossimo anno (quando lo sviluppo del PIL reale potrebbe essere superiore al 2,0%, sulla scia di una leggera ripresa che dovrebbe cominciare a manifestarsi già nel II semestre del 2002). Nonostante la decelerazione in corso dei livelli di attività economica, la BCE non sembra *al momento* intenzionata a muovere i tassi che rimangono al 3,25%. Stando alle dichiarazioni di diversi membri del Consiglio dei Governatori, la politica monetaria attualmente non sarebbe in alcun modo restrittiva; al tempo stesso non vi sarebbero nemmeno i rischi di una deflazione. Da qui la decisione di mantenere sino ad oggi lo *status quo*. Tuttavia le considerazioni precedenti spingono ad affermare che un taglio dei tassi di 25-50 punti base sembra possibile entro i prossimi mesi. Ad alimentare questa aspettativa vi è anche l'andamento negativo mostrato dall'indicatore *leading* elaborato con riferimento all'economia belga - notoriamente un ottimo previsore della congiuntura dell'Area Euro nel suo complesso - che in settembre ha conosciuto il quarto calo consecutivo (-8,2%) su base mensile.

Delle tre maggiori economie dell'Area Euro, la Germania è quella che soffre maggiormente. Dopo aver vissuto una debole ripresa nella prima parte dell'anno, ora si trova nuovamente in una fase di stallo. La bassa crescita - dovuta alla debolezza della domanda interna, sia per consumi che per investimenti (calati su base congiunturale per sette trimestri consecutivi) - si associa ad una disoccupazione stabilmente elevata e superiore ai 4 milioni di unità. Le previsioni di crescita diramate recentemente dai 6 principali istituti di ricerca economica sono state ulteriormente corrette al ribasso. Per l'anno 2002, il PIL è previsto crescere dello 0,4% (mentre nel precedente rapporto di 6 mesi orsono la crescita attesa era pari allo 0,9%). Per l'anno 2003 la correzione è - in termini assoluti -

ancora più netta, con una riduzione dal 2,4 al 1,4%. I fattori che spiegano la revisione al ribasso delle previsioni sono ancora una volta l'incertezza sul fronte politico-militare internazionale, la flessione delle quotazioni azionarie (l'indice DAAX è calato quasi del 50% rispetto al massimo toccato lo scorso mese di marzo), ma anche il possibile incremento del prelievo fiscale volto a ricondurre il disavanzo pubblico entro il limite del 3%. L'unico elemento positivo continua ad essere rappresentato dalle esportazioni nette che contribuiscono positivamente sia alla crescita corrente che a quella attesa (come si evince dall'analisi dell'andamento degli ordinativi esteri aumentati del 5,0% nel secondo trimestre del 2002).

Diversamente dalla Germania, in Francia i consumi privati non hanno registrato una vera e propria flessione ma - più semplicemente - una decelerazione dei loro tassi di crescita. I consumi delle famiglie sono ancora oggi la componente più vivace della domanda privata, anche se nella seconda metà dell'anno in corso è attesa una ripresa dell'attività di investimento. Nel complesso l'economia francese dovrebbe crescere nel 2002 ad un tasso compreso tra l'1,2 e l'1,8%.

L'Italia presenta un quadro congiunturale sostanzialmente in linea con la media europea. Le ultime stime prodotte con riferimento all'anno 2002 (TAB. 1.2) mostrano una crescita del PIL ridotta, causata primariamente dalla scarsa dinamica dei consumi (per la quale valgono le considerazioni prodotte più sopra) e di poco inferiore a quella mediamente realizzata nell'area dell'euro. D'altro canto i livelli di attività nei primi due trimestri dell'anno sono stati estremamente modesti; il PIL è infatti aumentato rispettivamente dello 0,1 e dello 0,2% in termini congiunturali. Per la seconda metà dell'anno non ci si aspetta una decisa accelerazione.

TAB. 1.2 - Le previsioni sull'economia italiana: anno 2002

Paese	CER (Apr. 2002)	ISAE (Apr. 2002)	CSC (Sett. 2002)	Prometeia (Ott. 2002)	IRS (Ott. 2002)
PIL	1,4	1,5	0,6	0,5	0,5
Importazioni	1,9	3,0	0,6	0,9	0,3
Esportazioni	1,7	1,8	0	-0,4	0,8
Consumi famiglie	1,3	1,5	0,7	0,1	-0,2
Consumi collettivi	-0,2	1,0	0,7	1,9	1,2
Invest. Fissi lordi	3,3	3,4	1,3	-1,9	-1,8
Tasso disoccupaz. (*)	n.d.	9,1	9,0	9,1	n.d.

Fonte: Comunicati stampa;

Note: (*) Tasso in percentuale della forza lavoro.

La situazione dovrebbe invece migliorare - rimanendo ancora una volta allineata a quella prevalente nella media dell'area dell'euro - nel corso del 2003. La TAB.1.3 riporta l'andamento delle previsioni prodotte dai maggiori istituti di ricerca da cui risulta in modo netto come si dovrebbe manifestare una decisa ripresa dei consumi (favoriti dal probabile incremento del reddito disponibile).

TAB. 1.3 - Le previsioni sull'economia italiana: anno 2003

Paese	CER (Apr. 2002)	ISAE (Apr. 2002)	CSC (Sett. 2002)	Prometeia (Ott. 2002)	IRS (Ott. 2002)
PIL	2,3	2,8	2,2	1,5	2,0
Importazioni	6,5	8,9	6,4	5,4	5,8
Esportazioni	5,7	7,2	5,8	4,1	4,8
Consumi famiglie	2,4	2,8	2,0	1,6	2,0
Consumi collettivi	0,8	1,0	0,9	1,0	0,6
Invest. Fissi lordi	3,7	5,7	4,6	2,9	3,1
Tasso disoccup.(*)	n.d.	8,5	8,4	9,1	n.d.

Fonte: Comunicati stampa;

Note: (*) Tasso in percentuale della forza lavoro.

1.4 Dove va il Patto di Stabilità e Crescita?

E' ormai polemica aperta sul Patto di Stabilità, dopo le recenti dichiarazioni del Presidente della Commissione Europea Prodi che ha definito "stupido" il PSC, auspicandone una revisione ed invocando l'istituzione di un'autorità che sia effettivamente in grado di fare rispettare le regole concordate a livello comunitario. La discussione avviata da tali dichiarazioni segue un periodo di critiche avanzate nei confronti della Commissione che è stata allo stesso tempo accusata sia di aver fatto rispettare alla lettera il contenuto del Patto stesso, che di averne sposato di tanto in tanto una interpretazione flessibile, giudicata eccessivamente discrezionale.

In verità non più tardi dello scorso mese di settembre la Commissione - consapevole delle crescenti difficoltà fronteggiate da diversi paesi dell'EMU a rispettare i Piani di Stabilità presentati - aveva pubblicamente proposto ad Ecofin un nuovo insieme di regole fiscali, secondo cui:

- i paesi in difficoltà nel rispettare il limite del 3% (come Italia, Germania, Francia e Portogallo) potevano raggiungere l'obiettivo del "quasi pareggio" di

bilancio entro la fine del 2006 (anziché la vigente scadenza rappresentata dalla fine dell'anno 2004);

- l'obiettivo di medio termine poteva essere ridefinito in termini di saldo strutturale, vale a dire in termini del saldo corrente corretto per il ciclo;
- i paesi con alto debito come l'Italia dovevano impegnarsi a raggiungere il quasi pareggio realizzando miglioramenti del deficit strutturale per almeno 0,5 punti percentuali di PIL all'anno.

Si era dunque venuto manifestando un cocktail fatto sia di concessioni volte ad accogliere le richieste dei governi nazionali a derogare le regole stringenti (che rischiavano di risultare eccessivamente vincolanti nell'attuale fase congiunturale) che di punti fermi su alcuni principi ritenuti inderogabili (quali il mantenimento di una soglia massima del deficit pari al 3% del PIL e la realizzazione di miglioramenti strutturali dei bilanci pubblici delle economie ad alto debito). Nonostante l'apparente apertura mostrata dalla Commissione, il governo francese non esitava a denunciare pubblicamente la sua intenzione di non rispettare i vincoli del "Nuovo Patto", presentando una Legge Finanziaria che non prevedeva né il miglioramento del saldo corretto per il ciclo per l'anno venturo né il raggiungimento del "quasi pareggio" di bilancio per l'anno 2006. Contemporaneamente, di fronte a tale proposta della Commissione, i paesi fiscalmente virtuosi (quali Spagna, Olanda e Austria) reagivano immediatamente in modo negativo, invocando una maggior chiarezza e soprattutto un maggior rispetto delle regole. La reazione si è fatta ancora più dura dopo la diffusione delle stime sui deficit di bilancio per il biennio 2002-03 contenute nell'ultimo Rapporto di Previsione del FMI (TAB. 1.4) ed ha raggiunto toni ancora più aspri all'indomani della ammissione - da parte dello stesso Ministro delle Finanze tedesco Eichel - che in assenza di misure correttive il deficit pubblico tedesco potrebbe raggiungere entro la fine dell'anno il 3,2% del PIL; un valore che renderebbe inevitabile l'azione della Commissione Europea che dovrebbe dare l'avvio alla procedura sui disavanzi eccessivi prevista dal PSC.

In realtà la situazione sembra ancor più complicata. Stando alle prime stime prodotte dalla Commissione Europea (e non ancora ufficialmente pubblicate) l'andamento dei conti pubblici sarebbe ben peggiore rispetto a quello colto dalle previsioni del FMI. Il deficit pubblico tedesco - in assenza di misure correttive - sarebbe pari al 3,7% del PIL nel 2002 e al 3,2% nel 2003;

analogamente la Francia avrebbe un deficit del 2,8% del PIL nel 2003 mentre l'Italia raggiungerebbe un disavanzo del 2,9% nel 2004. In altri termini i maggiori paesi dell'Area Euro si troverebbero in una situazione di disordine fiscale - almeno sulla base degli standard contenuti nel PSC - che richiede una qualche soluzione.

TAB. 1.4 - Deficit di bilancio nell'Area EMU

Paese	2002	2003
Germania		
- Deficit effettivo	-2,9	-2,2
- Deficit corretto per il ciclo	-1,6	-0,9
Francia		
- Deficit effettivo	-2,5	-2,1
- Deficit corretto per il ciclo	-1,9	-1,4
Italia		
- Deficit effettivo	-2,0	-1,5
- Deficit corretto per il ciclo	-1,7	-1,2
Area euro		
- Deficit effettivo	-1,9	-1,5
- Deficit corretto per il ciclo	-1,1	-0,6

Fonte: IMF, *World Economic Outlook*, Ottobre.

La questione è decisamente sostanziale sotto due diversi punti di vista, logicamente distinti ma interrelati. Il primo (di carattere strutturale) attiene alla necessità di definire, una volta per tutte, regole chiare e credibili che favoriscano un fattivo coordinamento delle politiche fiscali in Europa, senza generare discriminazioni tra paesi grandi e piccoli. Senza tale coordinamento e in presenza di discriminazioni sarebbe infatti difficoltoso gestire l'unione monetaria (soprattutto considerando l'assenza di veri poteri fiscali a livello europeo). Il secondo (che è invece di natura congiunturale) è legato alle ricadute sull'attuale congiuntura di una eventuale revisione del Patto. E' chiaro a tutti che la fase di bassa crescita della Francia e della Germania condiziona pesantemente la performance dell'intera Unione Monetaria. Di conseguenza, una revisione flessibile delle regole del Patto – come auspicato recentemente sia da Schroeder che da Chirac – tale da consentire l'adozione di una politica fiscale più espansiva proprio in paesi grandi come Francia, Germania (ed eventualmente anche l'Italia) favorirebbe lo sviluppo ciclico dell'economia europea nel suo complesso.

Tuttavia un cambiamento del Patto - elemento strutturale nel disegno dell'architettura istituzionale europea - effettuato sotto il condizionamento della

congiuntura avversa (per i paesi più grandi) non depone certamente a favore di una revisione efficiente delle regole del gioco e mina la credibilità (già scarsa) delle istituzioni europee, contribuendo a indebolire la quotazione dell'euro sui mercati valutari. A conferma di ciò basterà ricordare che nella settimana successiva alle dichiarazioni rese da Prodi il tasso di cambio dell'euro è nuovamente scivolato raggiungendo quota 0,97 nei confronti del dollaro.

1.5 Qualche spunto sui differenziali Nord-Sud

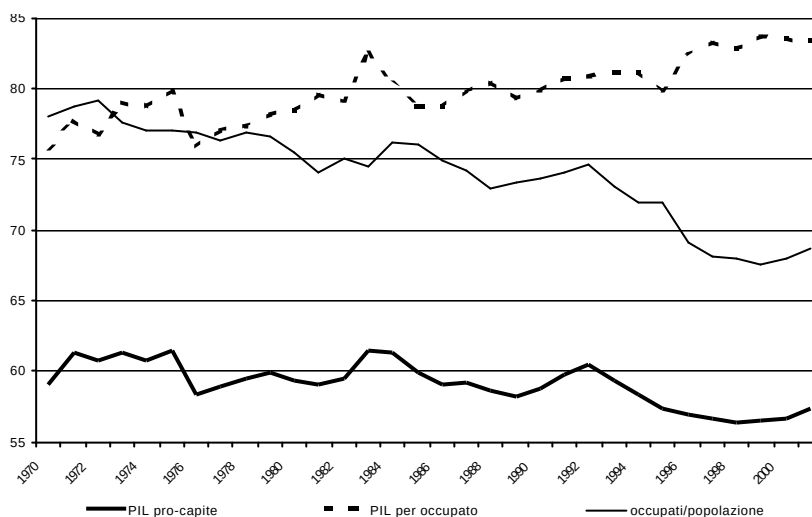
Il dibattito sulla legge finanziaria per il 2003 che disciplina e limita i provvedimenti di incentivazione all'attività produttiva nel Mezzogiorno ha riportato alla luce, almeno temporaneamente, il problema del dualismo territoriale in Italia. Se si allontana un poco lo sguardo dalle contingenze immediate e si considera il recente passato - diciamo gli ultimi 20 anni - tuttavia, ci si rende conto che la *questione meridionale*, ossia l'individuazione delle origini del sottosviluppo del Mezzogiorno e delle politiche più opportune per farvi fronte, ha subito un ridimensionamento ed è progressivamente finita sullo sfondo del dibattito di politica economica. Parallelamente, dal punto di vista culturale, il *meridionalismo* tradizionale, ossia quella corrente di pensiero politico ed economico che metteva al centro della riflessione i problemi del sottosviluppo in Italia, ha perso smalto fino quasi a scomparire. Ma la questione meridionale è tutt'altro che scomparsa.

1.5.1 Aumentano i divari del PIL pro-capite...

La misura economica più semplice, anche se un po' rozza, del dualismo è data dal livello e dalla crescita relativa del PIL pro-capite e del PIL per occupato (più precisamente per unità di lavoro) nel Sud e nel Centro-Nord su un orizzonte temporale di lungo periodo. Nella FIG. 1.1 sono riportati, per il periodo dal 1970 al 2000, il *PIL pro-capite relativo* - ossia il rapporto percentuale tra PIL pro-capite del Sud e PIL pro-capite del Centro-Nord (linea continua, tratto marcato), il *PIL per occupato relativo* - ossia il rapporto percentuale tra PIL per occupato del Sud e PIL per occupato del Centro-Nord (linea tratteggiata, tratto breve) e il *tasso*

di occupazione relativo – ossia il rapporto tra il tasso di occupazione del Sud e quello del Centro-Nord (linea continua, tratto sottile).

FIG. 1.1 – Indicatori del dualismo territoriale



Fonte: Per i dati fino al 1998: A. Giannola e D. Scalera, *Mezzogiorno ed Unione Monetaria: il dualismo Nord-Sud e le prospettive dell'integrazione europea*, Rivista Internazionale di Scienze Sociali, 1998. Per i dati successivi: SVIMEZ, *Rapporto 2002 sull'economia del Mezzogiorno*, Il Mulino, Bologna, 2002.

E' interessante notare innanzitutto che il PIL pro-capite relativo mostra oscillazioni di breve periodo riconducibili alle fasi cicliche del PIL aggregato: si verificano contrazioni del PIL relativo nei periodi 1974-76, in corrispondenza del primo shock petrolifero, 1979-83, in occasione del secondo shock petrolifero e 1993-94, in corrispondenza della crisi sistemica dello SME e della successiva recessione. In altri termini, quando la congiuntura si infiacchisce a livello aggregato la forbice tra Nord e Sud torna ad ampliarsi e il Mezzogiorno perde terreno.

Al di là delle fluttuazioni di breve periodo, comunque, dal grafico si evince una tendenza di lungo periodo alla riduzione del PIL pro-capite relativo che comincia grosso modo a metà degli anni ottanta. Per definizione, il PIL pro-capite relativo si può esprimere come il prodotto del prezzo relativo (rapporto tra i livelli generali dei prezzi nel Sud e nel Centro-Nord) per le quantità relative (rapporto tra i PIL reali del Sud e del Centro-Nord) diviso per il livello della popolazione

relativo (rapporto tra i livelli della popolazione nel Sud e nel Centro-Nord). Pertanto la tendenza di fondo alla diminuzione del PIL relativo pro-capite può essere ricondotta in prima approssimazione ad una dinamica decrescente dei prezzi relativi o delle quantità relative e/o ad una dinamica crescente della popolazione.¹

La forbice tra Sud e Centro-Nord, che aveva cominciato a richiudersi nel dopoguerra e fino agli anni settanta, si è riaperta nel corso degli anni ottanta e novanta. Un altro modo di dire la stessa cosa utilizzando la terminologia della più recente teoria della crescita economica è che il processo di *convergenza* tra le principali aree economiche del paese si è arrestato nel corso degli anni settanta e ha poi invertito la direzione. Questa conclusione è raggiunta quasi all'unanimità nei molti studi sulla convergenza tra le diverse aree del paese condotte con la strumentazione concettuale tipica della teoria della "crescita endogena".

Si ricorda che a livello aggregato - e non soltanto per l'Italia - gli ultimi due decenni sono periodi di crescita modesta, talvolta modestissima, caratterizzati dal *productivity slowdown*, ossia da una diminuzione del tasso di crescita di lungo periodo, e punteggiati da stagnazioni e crisi recessive. L'appiattimento della tendenza di fondo dell'economia nel suo complesso, quindi, si è accompagnato ad un aumento del dualismo territoriale. La lezione fondamentale che se ne trae, almeno con riferimento al passato ma prevedibilmente anche per il prossimo futuro, è che quando l'economia nazionale "va male" - vuoi dal punto di vista congiunturale (stagnazione o recessione) vuoi dal punto di vista tendenziale (diminuzione della capacità di crescita di lungo periodo) - il Mezzogiorno perde terreno rispetto al resto del paese.

1.5.2 Si riducono i divari del PIL per occupato

Il discorso è diverso se si concentra l'attenzione sull'andamento del PIL per occupato relativo. Prescindendo dalle fluttuazioni di breve periodo, dal grafico

¹ La variazione percentuale del PIL monetario pro-capite relativo è la somma delle variazioni percentuali dei prezzi e del PIL relativi, dedotta quella della popolazione. Poiché la variazione percentuale della popolazione relativa è stata positiva nel lungo periodo - la popolazione meridionale essendo cresciuta più rapidamente di quella centro-settentrionale - si può verificare una diminuzione del PIL monetario pro-capite relativo anche in presenza di un aumento dei prezzi e/o delle quantità relative se l'incremento della popolazione relativa è "sufficientemente grande".

emerge una tendenza di lungo periodo all'aumento del PIL per occupato relativo. Il PIL per occupato relativo si può esprimere come il prodotto del prezzo relativo per le quantità relative diviso per il livello della occupazione relativo. Pertanto - considerando che l'occupazione relativa è diminuita - la tendenza di fondo all'aumento del PIL reale pro-capite può essere ricondotta in prima approssimazione ad una dinamica decrescente dei prezzi relativi e/o delle quantità relative meno accentuata di quella dell'occupazione.² In termini di *produttività* media, comunque, rimane il fatto che la forbice tra Sud e Centro-Nord ha continuato a chiudersi negli anni ottanta e novanta.

Qual è l'origine di questo comportamento divergente del PIL relativo in termini di abitanti e di occupati rispettivamente? Se si divide il PIL pro-capite relativo (decrescente nel tempo) per il PIL per occupato relativo (crescente nel tempo) si ottiene una grandezza ovviamente decrescente che altro non è se non il tasso di occupazione relativo. In termini puramente definitivi, quindi, le dinamiche di segno opposto del PIL pro-capite relativo e del PIL per occupato relativo sono riconducibili alla diminuzione nel tempo del tasso di occupazione: il fatto che l'occupazione al Sud non abbia tenuto il passo dell'occupazione al Centro-Nord mentre la popolazione meridionale mostrava una dinamica più sostenuta di quella settentrionale è *in nuce* all'origine dell'andamento divergente del PIL pro-capite relativo e del PIL per occupato relativo.

1.5.3 Le success stories a livello locale

Se si abbandona la prospettiva strettamente macroeconomica (seppure a livello circoscrizionale) e si adatta l'analisi al livello regionale o sub-regionale, il quadro economico del Mezzogiorno presenta qualche luce in più - accanto alle molte e persistenti zone d'ombra.

Con riferimento al primo livello d'analisi, va detto innanzitutto che alcune regioni meridionali come l'Abruzzo e il Molise hanno conosciuto nel recente

² La variazione percentuale del PIL per occupato relativo è la somma delle variazioni percentuali dei prezzi e del PIL relativi, dedotta quella dell'occupazione. Poiché la variazione percentuale dei prezzi e delle quantità relative sono state negative nel lungo periodo al pari di quella dell'occupazione relativa - l'occupazione meridionale crescendo meno rapidamente di quella centro-settentrionale - si può verificare un aumento del PIL per occupato relativo solo in presenza di una diminuzione dell'occupazione relativa "sufficientemente grande".

passato un processo di sviluppo tale da farle uscire dal gruppo delle aree depresse così come definite dalla Commissione Europea.

Con riferimento al secondo livello, inoltre, occorre sottolineare - seguendo una letteratura empirica sviluppatasi in modo impetuoso negli ultimi 20 anni utilizzando la metodologia dei *case studies* - che la struttura geografica dell'attività produttiva nel Mezzogiorno è "a macchie di leopardo" con poli di sviluppo industriale locale accentuato, spesso organizzato in forma distrettuale. Alcuni esempi sono il "triangolo del salotto" in provincia di Matera, Barletta e il suo polo calzaturiero, Solofra e Grumo Nevano in Campania, il distretto del sughero in Gallura, ecc.

Gli ingredienti fondamentali di queste *success stories* locali sono gli stessi che si ritrovano nei distretti del Centro-Nord: imprenditorialità diffusa e accumulazione di *know how*. Ma al Sud il contesto ambientale penalizza le iniziative industriali: la dotazione di infrastrutture – ad esempio la rete viaria – è carente, il sistema formativo è inadeguato rispetto alle esigenze dello sviluppo industriale, l'incontro di domanda e offerta sul mercato del lavoro locale soffre per la mancanza di istituzioni che diffondano l'informazione, il sistema finanziario (come analizzato in maggior dettaglio nel successivo capitolo 4) non riesce ad essere, da solo, fattore di sviluppo.

Sulla base delle indicazioni fornite da queste indagini, si è fatta strada tra gli studiosi la convinzione che la questione meridionale possa essere in via di superamento grazie alla diffusione dello *sviluppo autopropulsivo* generato dalla nascita dei poli d'industrializzazione locali, a prescindere dall'intervento agevolativo dello Stato. Una parte degli esponenti del nuovo meridionalismo ritiene anzi che l'intervento dello Stato sia controproducente: esso tarperebbe le ali al processo di industrializzazione avviato dall'imprenditoria locale privata.

1.5.4 Una struttura economica ancora da sottosviluppata

Come nel caso della morte di Mark Twain, annunciata quando lo scrittore era ancora vivo e vegeto, la proclamazione della fine della questione meridionale sembra un po' prematura. Il sottosviluppo del Mezzogiorno è ancora un fenomeno

diffuso, sebbene si presenti oggi in forme diverse da quelle di un secolo fa e possa convivere con casi di successo relativamente numerosi.

A sostegno di questo punto di vista si possono citare alcuni dati strutturali. In primo luogo prendiamo in considerazione la composizione settoriale del PIL. Si può calcolare un *indice di specializzazione produttiva* del Sud in un certo settore rapportando la quota sul PIL del valore aggiunto di quel settore al Sud con il corrispondente dato del Centro-Nord. Si ha specializzazione se l'indice è superiore all'unità e la specializzazione è tanto più accentuata quanto maggiore è il valore dell'indice. Nella TAB. 1.5 riportiamo gli indici di specializzazione settoriale per alcuni anni (a distanza di un lustro l'uno dall'altro) a partire dal 1970.

Come si può notare, il Mezzogiorno è fortemente caratterizzato dalla specializzazione produttiva in agricoltura (la quota del valore aggiunto agricolo sul PIL al Sud è più del doppio di quella del Nord su tutto il periodo considerato con l'unica eccezione del 2001 in cui scende marginalmente sotto quota ²³) e nei servizi, mentre l'industria è ancora fortemente sotto-rappresentata. La fotografia della specializzazione produttiva, peraltro, non subisce variazioni significative nell'arco dei trent'anni considerati.

TAB. 1.5 – Indici di specializzazione produttiva (1)

	Agricoltura	Industria	Servizi
1970	2,30	0,43	1,10
1975	2,33	0,44	1,10
1980	2,29	0,45	1,14
1985	2,32	0,45	1,10
1991	2,37	0,47	1,11
1996	2,15	0,47	1,12
2001	1,96	0,68	1,11

Fonte: Per i dati fino al 1996: Giannola A. e Scalera D. , *Mezzogiorno ed Unione Monetaria: il dualismo Nord-Sud e le prospettive dell'integrazione europea*, Rivista Internazionale di Scienze Sociali, 1998. Per il dato del 2001: SVIMEZ, Rapporto 2002 sull'economia del Mezzogiorno, Bologna, Il Mulino, 2002;

Note: (1) Rapporto tra la quota sul PIL del valore aggiunto dei diversi settori al Sud con il corrispondente dato del Centro-Nord.

³ Il dato del 2001 di fonte SVIMEZ sembra calcolato in modo diverso da quello utilizzato nella serie precedente, riportata da Giannola e Scalera, di fonte sempre SVIMEZ. Non si può escludere la presenza di un break nella serie storica di modo che i dati precedenti il 2001 sono confrontabili con quello del 2001 solo con la dovuta cautela.

In secondo luogo possiamo considerare la struttura dimensionale dell'industria manifatturiera. Dal censimento del 1991, ad esempio, si ricava l'informazione che nel Mezzogiorno una impresa manifatturiera su 4 è caratterizzata da micro-dimensioni (meno di 6 addetti). Il dato corrispondente per il Centro-Nord è di 1 a 15,6. Si può calcolare un *indice di specializzazione dimensionale* del Sud in una certa classe dimensionale rapportando la quota delle imprese in quella classe sul totale delle imprese meridionali con il corrispondente dato del Centro-Nord. Si ha specializzazione se l'indice è superiore all'unità e la specializzazione è tanto più accentuata quanto maggiore è il valore dell'indice. Nel 1991 l'indice di specializzazione dimensionale del Sud era pari a 1,61 ($= 0,250/0,156$) per la classe da 1 a 6 addetti nel comparto manifatturiero nel suo complesso. L'indice saliva a 1,87 per l'industria di base.

Guardiamo infine al ruolo delle imprese meridionali sui mercati internazionali. Anche sotto questo profilo le indicazioni che si traggono dalle informazioni disponibili non sono incoraggianti: le esportazioni provenienti dal Mezzogiorno rappresentavano il 10,3% delle esportazioni italiane nel 1986, il 9,2% a distanza di 5 anni ossia nel 1991, il 9% nel 1996 – a testimonianza di un processo di lieve ma continuo declino – il 10,9% nel 2001.

A conclusione di questa breve e incompleta analisi delle caratteristiche strutturali dell'apparato produttivo meridionale, si può dire che il Sud non è specializzato nell'industria e che l'industria meridionale è specializzata nelle micro-dimensioni ed è rivolta in modo predominante al mercato interno (prevalentemente quello locale dello stesso Mezzogiorno).

2. LA FINANZA PUBBLICA IN ITALIA*

I risultati di finanza pubblica in Italia stanno subendo un graduale deterioramento. A partire dal 2000, si è fermato il processo di riduzione del rapporto deficit/PIL ed appare più lenta anche la riduzione del rapporto debito/PIL. Per gli anni dal 2001 al 2003, la politica di bilancio ha inseguito e sta inseguendo la riduzione della pressione tributaria nel tentativo di offrire un contributo positivo all'andamento dell'economia italiana. Tuttavia, i risultati in termini di crescita economica sono modesti rispetto agli effetti sui saldi di finanza pubblica.

Il capitolo presenta i risultati di finanza pubblica nel 2001 e quelli previsti nel 2002; inquadra lo scenario programmato per il 2003, proposto dall'aggiornamento del Documento di programmazione economico-finanziaria per il periodo 2003-2006 e dalla Relazione previsionale e programmatica dello scorso mese di settembre. Viene descritta brevemente la manovra finanziaria, proposta con il disegno di legge finanziaria per il 2003 e con il decreto fiscale di fine settembre. Si rilevano un'ipotesi di aumento della pressione tributaria via entrate straordinarie da condono e una politica non particolarmente aggressiva sul fronte della spesa corrente. Infine, si presentano, con brevi commenti, una serie di tabelle che illustrano la ripartizione per aree territoriali delle principali voci del bilancio pubblico.

2.1 I risultati di finanza pubblica nel 2001 e nel 2002

I risultati di finanza pubblica del 2001 sono stati rivisti, alla luce della decisione di Eurostat dello scorso 3 luglio, che ha individuato le regole per la contabilizzazione dei proventi derivanti dalle operazioni di cartolarizzazione effettuate dalle Amministrazioni Pubbliche¹. Sulla base di queste regole, gli

* A cura di M. Flavia Ambrosanio.

¹ Si ricorda che l'indebitamento netto rilevante per i parametri della U.E. è calcolato con procedure analoghe a quelle utilizzate per il computo del risultato di esercizio in un'azienda. Le operazioni di cartolarizzazione consistono nel trasferimento della proprietà di un'attività o del diritto ad incassare proventi futuri dalla Pubblica Amministrazione ad una società appositamente costituita, la cosiddetta società veicolo. Quest'ultima finanzia l'acquisto attraverso l'emissione di

introiti derivanti dalle cartolarizzazioni degli immobili e dei proventi futuri del Lotto sono stati riclassificati come operazioni finanziarie, che non hanno effetti sul economico consolidato delle Amministrazioni Pubbliche e quindi sull'indebitamento netto. Nel mese di agosto 2002, l'ISTAT ha pubblicato un aggiornamento dei conti delle A.P., dal quale risulta che il livello dell'indebitamento netto per il 2001 è aumentato al 2,2% del PIL, con un maggior deficit di 6,8 miliardi di euro (3,8 ricollegabili alla cartolarizzazione della vendita degli immobili degli enti previdenziali e 3 ai proventi futuri del Lotto). Queste operazioni hanno inciso anche sul rapporto debito/PIL, aumentato dello 0,44%.

**TAB. 2.1 – Conto economico consolidato delle Amministrazioni Pubbliche:
2000-2002 (valori in miliardi di euro)**

	2000	2001	2002
Entrate tributarie	345,7	360,3	368,6
% PIL	29,7	29,6	29,4
Contributi sociali	148,1	154,5	159,9
% PIL	12,7	12,7	12,8
Totale entrate	534,7	556,8	574,9
% PIL	45,9	45,8	45,9
Spese correnti al netto interessi	436,1	457,1	476,9
% PIL	37,4	37,6	38,3
Interessi	75,3	77,1	74,9
% PIL	6,5	6,3	6,0
Spese in c/capitale	43,5	49,4	47,0
% PIL	3,7	4,1	3,8
Totale spese	554,9	583,6	601,8
% PIL	47,6	48,0	48,0
Risparmio pubblico	18,2	19,2	15,2
% PIL	1,6	1,6	1,2
Avanzo primario	55,1	50,3	48,0
% PIL	4,7	4,1	3,8
Indebitamento netto	20,2	26,8	26,9
% PIL	1,7	2,2	2,1
Debito (in % PIL)	110,6	109,8	109,4

obbligazioni, la cui copertura è garantita dal valore dell'attività o dei proventi futuri ceduti. In Italia si sono effettuate diverse operazioni di cartolarizzazione: nel 1999 quella di parte dei crediti contributivi vantati da INPS e INAIL; nel dicembre del 2001, quella dei proventi del Lotto e Superenalotto per il periodo 2002-2006 e quella degli immobili degli enti di previdenza. La decisione di Eurostat si basa sulla corretta classificazione di queste operazioni.

Questo non modifica il giudizio sull'evoluzione della finanza pubblica nel 2001, in quanto si era già osservato (vedi Osservatorio Monetario 2-2002) che il miglioramento registrato rispetto al 2000 era da imputarsi ad operazioni di carattere straordinario e non all'andamento delle entrate e delle spese primarie.

Sulla base della revisione dei conti pubblici del 2001 e alla luce dell'evoluzione del quadro macro-economico, è stato aggiornato anche il pre-consuntivo per il 2002 (TAB. 2.1).

Il livello di indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche dovrebbe collocarsi sul 2,1% del PIL, contro la previsione dell'1,1% di luglio scorso e l'obiettivo dello 0,5% annunciato nel DPEF 2002-2006. Le ragioni del peggioramento dei conti pubblici nel corso del 2002 sono di duplice natura. Innanzitutto, il quadro congiunturale si è dimostrato peggiore del previsto, con effetti negativi soprattutto sull'andamento del gettito tributario; le imposte dirette sono cresciute poco nei primi sei mesi dell'anno (Prometeia stima una riduzione dell'elasticità del gettito agli imponibili) e il livello dell'autotassazione di luglio si è ridotto rispetto al 2001 (anche per effetti di natura contabile). Il rapporto indebitamento/PIL, al netto degli effetti del ciclo, secondo le stime ufficiali, si attesterebbe intorno all'1,2%. Tuttavia un effetto non positivo sui conti pubblici è stato esercitato dall'evoluzione della spesa corrente primaria, che si è attestata al 37,6% del PIL, contro un obiettivo del 36,1%. Non sembra quindi essersi innescato il circolo virtuoso annunciato nel DPEF 2002-2006, secondo il quale la "compressione della spesa corrente" avrebbe finanziato la riduzione della pressione fiscale. Al contrario, nel 2002 la pressione fiscale si è mantenuta al 43,2% del PIL, contro il 42% programmato lo scorso anno (TAB. 2.2).

TAB. 2.2 – I conti della P.A. nel 2002: obiettivi e risultati
(in % del PIL)

	Obiettivi DPEF 2002-06	Pre- consuntivo
Avanzo primario	5,5	3,8
Interessi passivi	6,0	6,0
Indebitamento netto	0,5	2,1
Pressione fiscale	42,0	43,2
Risparmio pubblico	2,6	1,2
Debito pubblico	103,2	109,4

2.2 Gli obiettivi per il 2003

La Nota di aggiornamento al DPEF 2003-2006 e la Relazione previsionale e programmatica per il 2003 contengono la revisione degli obiettivi per il 2003. Tale revisione si è resa necessaria per tenere conto sia della dinamica dei conti pubblici nel corso del 2002 sia dell'aggiornamento del quadro macro-economico di riferimento. In particolare, si stima che nel prossimo anno il PIL crescerà del 2,3%, contro il 2,9% programmato nel DPEF 2003-2006.

Non è comunque possibile valutare l'impatto dei peggiori esiti di finanza pubblica nel 2002 e delle nuove previsioni macro-economiche sullo scenario tendenziale per il 2003, dato che questo non è stato inserito nei documenti ufficiali. L'unica informazione disponibile è che l'indebitamento tendenziale 2003 aumenta dall'1,6% al 2,3% del PIL. In termini di saldi del conto delle Amministrazioni Pubbliche, i nuovi (e vecchi) obiettivi sono illustrati nella TAB. 2.3. L'avanzo primario è programmato al 4,5% del PIL, l'indebitamento netto all'1,5%, il debito pubblico al 105%. Non è stato invece reso esplicito il valore obiettivo della pressione fiscale. Il raggiungimento di questi obiettivi si basa sulla dinamica programmata di entrate e spese, come illustrata nella TAB. 2.4.

TAB. 2.3 – I saldi della P.A.: obiettivi per il 2003
(in % del PIL)

	2002 pre-consuntivo	2003 obiettivi luglio '02	2003 obiettivi settembre '02
Avanzo primario	3,8	5,1	4,5
Indebitamento netto	2,1	0,8	1,5
Pressione fiscale	43,2	41,9	n.d.
Risparmio pubblico	1,2	2,2	1,4
Debito pubblico	109,4	104,5	105,0
PIL (miliardi di euro)	1.253,2	1.325,4	1.305,0

Rispetto al 2002, le entrate pubbliche complessive sono stabili al 45,9% del PIL; si riducono le spese correnti al netto degli interessi (dal 38,1% al 37,6%) e, sia pure molto lievemente (dal 4% al 3,9%), le spese in conto capitale; resta ferma al 6% del PIL la spesa per interessi passivi.

TAB. 2.4 – Entrate e spese della P.A.: obiettivi per il 2003
(settembre 2003; in % del PIL)

	2002 pre- consuntivo	2003 obiettivi settembre '02
Entrate correnti	45,5	45,0
Entrate in c/capitale	0,4	1,0
<i>Totale entrate</i>	<i>45,9</i>	<i>45,9</i>
Spese correnti al netto interessi	38,1	37,6
Interessi	6,0	6,0
Spese in c/capitale	4,0	3,9
<i>Totale spese</i>	<i>48,0</i>	<i>47,4</i>

Abbiamo già ricordato nel paragrafo 1.4 le proposte della Commissione sull'allineamento delle regole fiscali che, in pratica, prevedono il rinvio al 2006 del momento del pareggio di bilancio e l'introduzione della nozione di "deficit corretto per gli effetti del ciclo". Per il 2003 il deficit italiano corretto per il ciclo è programmato allo 0,5% del PIL, contro l'1,2% del 2002².

2.3 La Legge finanziaria per il 2003

Le disposizioni in materia di entrate. Parte della manovra per il 2003 riguarda le entrate tributarie, in particolare le imposte sui redditi delle persone fisiche e sui profitti delle società.

Per quanto riguarda l'IRPEF, le disposizioni contenute nel DDL finanziaria avrebbero dovuto costituire, secondo gli annunci programmatici, un anticipo della più vasta riforma prevista dal progetto di riforma dell'intero sistema fiscale statale, presentato nell'ambito della manovra finanziaria per il 2002 (*Primo Modulo della Riforma del Sistema Fiscale*, nel linguaggio del legislatore). In realtà, si tratta di una semplice rimodulazione di scaglioni ed aliquote, con effetti di sgravio di entità inferiore a quelli attuati, ad esempio, nel corso degli anni Ottanta. Il risparmio d'imposta complessivo per i contribuenti è infatti valutato intorno ai 3,9 miliardi di euro. Il sistema resta nel suo complesso immutato, con 5

² Questi dati sono valori programmatici tratti dalla Relazione Previsionale e Programmatica per il 2003 e sono computati secondo i criteri definiti dalla Commissione Europea. Differiscono da quelli della TAB. 1.4 che esprimono le stime del FMI.

scaglioni di reddito, ma con un sistema di deduzioni ben più complesso e difficile da amministrare da parte dei contribuenti.

Per entrare nel merito delle misure proposte, il prelievo sulle persone fisiche resta articolato su 5 aliquote d'imposta. L'aliquota base è fissata al 23% per i redditi fino a 15.000 euro e sostituisce le aliquote del 18 e del 24 per cento previste dall'ordinamento vigente per i redditi fino a 15.493 euro. Sono previste poi un'aliquota del 29% per i redditi da 15.000 a 29.000 euro e del 31% per i redditi compresi tra 29.000 e 32.600 euro: gli scaglioni individuati dal nuovo sistema sostituiscono l'attuale scaglione tra 15.493 e 30.987 euro cui corrisponde un'aliquota del 32%. Rimangono invariate l'aliquota del 39% che si applicherà ai redditi compresi tra 32.600 e 70.000 euro e l'aliquota massima del 45%, prevista per i redditi superiori ai 70.000 euro (TAB. 2.5).

TAB. 2.5 – Aliquote e scaglioni dell'IRPEF

L'IRPEF attuale		La nuova IRPEF	
Scaglioni (euro)	Aliquote	Scaglioni (euro)	Aliquote
Fino a 10.329	18%	Fino a 15.000	23%
Da 10.329 a 15.493	24%	Da 15.000 a 29.000	29%
Da 15.493 a 30.987	32%	Da 29.000 a 32.600	31%
Da 30.987 a 69.721	39%	Da 32.600 a 70.000	39%
Oltre 69.721	45%	Oltre 70.000	45%

Alla revisione degli scaglioni e delle aliquote, si accompagna un nuovo sistema di deduzioni, che definisce la cosiddetta *no-tax area*. Il meccanismo definito dal disegno di legge prevede una deduzione massima dal reddito complessivo (accresciuto del credito d'imposta sui dividendi e ridotto delle deduzioni previste dall'ordinamento vigente), pari a 7.500 euro per i lavoratori dipendenti, a 7.000 euro per i pensionati, a 4.000 euro per i lavoratori autonomi e a 3.000 euro per i percettori di altri redditi. La deduzione compete per la parte corrispondente al rapporto tra l'ammontare di 26.000 euro, aumentato della deduzione stessa, degli oneri deducibili e diminuito del reddito complessivo e del credito d'imposta, e l'importo di 26.000 euro. Se questo rapporto risulta maggiore o uguale a uno, la deduzione spetta per intero; se il rapporto risulta uguale o minore di zero, la deduzione non compete; se il rapporto è compreso tra zero e uno, per calcolare la deduzione si considerano le prime quattro cifre decimali. In pratica, per ciascuna tipologia di reddito, si definisce una soglia di esenzione pari

alla deduzione massima. La deduzione decresce per i redditi tra i 26.000 e 33.000 euro e non compete per i redditi di ammontare superiore. Il disegno di legge prevede comunque una clausola di salvaguardia, in base alla quale i contribuenti che risultassero danneggiati dal nuovo regime possono optare per l'applicazione della vecchia IRPEF (i contribuenti dovranno quindi raddoppiare i calcoli per stabilire quale regime è più conveniente!).

Per quanto concerne i redditi d'impresa, valgono due provvedimenti: a) il decreto legge n. 209 del 24 settembre, considerato dal Governo come parte integrante della manovra per il 2003, prevede un aumento dell'onere fiscale sulle imprese, attraverso la riduzione, anche rilevante, dei benefici della DIT (con l'abolizione del moltiplicatore di 1,4 per calcolare la base di calcolo della remunerazione ordinaria e la riduzione del coefficiente di remunerazione ordinaria dal 6% al 3%); b) la legge finanziaria prevede una riduzione dell'aliquota dell'IRPEG dal 36% (che dal 1° gennaio del 2003 sarebbe comunque scesa al 35%, per effetto della legislazione adottata nel 2000) al 34% (con parallela riduzione al 51,51% della misura del credito d'imposta sui dividendi). Gli effetti dei due interventi non sono necessariamente bilanciati per tutte le imprese. Il beneficio o lo svantaggio per la singola impresa dipende dagli incrementi di capitale effettuati tra il 1997 e il 2001 e l'ammontare dei profitti complessivi. A tali disposizioni si aggiungono altre misure di aggravio fiscale per le imprese, come la limitazione della deducibilità delle minusvalenze su partecipazioni.

In secondo luogo, sono previste alcune modifiche dell'IRAP, che comunque, nell'ambito del progetto di riforma del sistema fiscale delineato dal Governo, è destinata ad essere gradualmente eliminata. In particolare, aumentano le deduzioni dalla base imponibile: sono rese integralmente deducibili le spese per il personale assunto con contratti di formazione lavoro, attualmente deducibili nella misura del 70%; aumenta la deduzione spettante a tutti i contribuenti (ad eccezione delle Amministrazioni Pubbliche); viene introdotta un'ulteriore deduzione per i soggetti che impiegano lavoratori dipendenti, sia a tempo determinato sia a tempo indeterminato.

Sempre in tema di entrate, il disegno di legge finanziaria propone il cosiddetto "concordato triennale preventivo", con il quale in pratica i contribuenti titolari di redditi d'impresa e di lavoro autonomo soggetti ad IRPEF ed IRAP, inferiori a 5 milioni di euro, "contrattano" la base imponibile, e quindi le imposte

da pagare, per il triennio successivo. Se la base imponibile effettiva risulta superiore a quella concordata, non pagano maggiori imposte; se risulta inferiore, pagano le imposte sull'imponibile concordato. È attualmente difficile valutare la convenienza ad aderire al concordato, in quanto non sono ancora note le norme di attuazione. Viene inoltre riproposto un "concordato per gli anni pregressi", che riguarda le dichiarazioni dei redditi presentate entro il 31 dicembre del 2001. Infine, ancora in tema di sanatorie, viene riproposto il cosiddetto "scudo fiscale", per cui dal 1° gennaio al 30 giugno 2003 sarebbero consentiti i rimpatri di attività detenute all'estero e le regolarizzazioni con mantenimento delle attività all'estero. La somma da pagare è più elevata di quella dello "scudo" precedente, pari al 4% dell'importo rimpatriato o regolarizzato e deve essere versata in contanti.

TAB. 2.6 - Interventi in materia di entrate
(milioni di euro)

<i>Maggiori entrate</i>	
Concordato di massa Irpef, Irpeg, Iva	5.001,0
Scudo fiscale bis	2.000,0
Concordato Irap	393,0
Contributi sociali da concordato di massa	365,0
Rimanenze di magazzino	128,0
Chiusura liti fiscali pendenti	85,0
<i>Totale</i>	<i>7.972,0</i>
<i>Minori entrate</i>	
Sgravi IRPEF	3.490,0
Addizionale regionale Irpef	214,0
Irpeg	194,0
Proroga agevolazioni agricoltura	423,5
<i>Totale</i>	<i>4.321,5</i>
<i>Totale maggiori entrate nette</i>	<i>3.650,5</i>

Gli effetti quantitativi dei provvedimenti appena descritti sono illustrati nella TAB. 2.6. Gli sgravi complessivi ammonterebbero a circa 4,3 miliardi di euro, più che bilanciati da circa 8 miliardi di euro di maggiori entrate, per un effetto netto positivo sull'indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche pari a circa 3,7 miliardi di euro.

Le disposizioni in materia di spesa. La TAB. 2.7 illustra gli effetti delle misure proposte dal lato della spesa sull'indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche. Innanzitutto maggiori spese correnti discendono: a)

dai rinnovi contrattuali nel pubblico impiego e dalle proroghe delle assunzioni a tempo determinato; b) dall'adeguamento delle pensioni; c) da maggiori risorse agli enti territoriali, in particolare l'adeguamento dei trasferimenti ai comuni sulla base del tasso d'inflazione programmato, l'erogazione di un contributo al fondo ordinario per la finanza locale, il finanziamento del deficit sanitario della regione Friuli Venezia Giulia. Il totale delle maggiori spese correnti è pari a circa 1,8 miliardi di euro. A questi si aggiungono altri 345 milioni di euro di maggiori spese in conto capitale, che derivano per 200 milioni dall'istituzione di un fondo per le cosiddette "aree sottoutilizzate". In complesso, la manovra incorpora maggiori spese per 2,1 miliardi di euro. A queste si contrappongono risparmi di spesa per circa 8 miliardi di euro, derivanti da minori spese correnti (5,8 miliardi di euro) e minori spese in conto capitale (2,2 miliardi di euro). La manovra sulle spese correnti concerne innanzitutto il comparto del pubblico impiego (362 milioni di euro), con il blocco delle assunzioni, per il solo anno 2003, per le amministrazioni dello Stato, comprese le Forze Armate e i Corpi di Polizia, per le Agenzie, gli Enti pubblici non economici, le Università e gli Enti di ricerca; è comunque prevista la possibilità di deroghe, "sulla base di indifferibili esigenze delle Amministrazioni soggette al divieto di assunzioni" (ciascuna delle amministrazioni interessate dal blocco può infatti procedere ad assunzioni che comportino una spesa annua complessiva a regime pari a 200 milioni di euro). Vengono inoltre introdotti dei limiti di spesa per la stipula di contratti a tempo determinato, pari al 90% della spesa media annua sostenuta allo stesso titolo nel triennio 1999-2001. Un contributo al contenimento delle spese correnti dovrebbe derivare dalla riduzione della spesa per consumi intermedi (420 milioni di euro), con l'abbattimento del 10% delle dotazioni iniziali di bilancio. Per quanto concerne il Patto di stabilità interno (2.250 milioni di euro), sono proposte regole differenziate per le diverse amministrazioni: per le Regioni a statuto ordinario, restano valide le disposizioni della L. 405/2001, che aveva introdotto un tetto alla crescita della spesa corrente, esclusa la spesa sanitaria e la spesa per interessi, pari al tasso d'inflazione programmato; per le province e i comuni con popolazione superiore a 5.000 abitanti, si introduce un tetto alla crescita del disavanzo finanziario, in misura non superiore al 3,6% di quello del 2001. Nel comparto della sanità (1.957 milioni di euro), il disegno di legge finanziaria propone il raddoppio del ticket sulle prestazioni per cure termali, il ripristino dei ticket sulle

prestazioni di assistenza specialistica e diagnostica, la revisione del prontuario farmaceutico. Infine sono inclusi nella manovra i risparmi derivanti dall'accertamento degli oneri 2003 per l'innalzamento delle pensioni a 516 euro (516 milioni di euro).

TAB. 2.7 - Interventi in materia di spese
(milioni di euro)

<i>Maggiori spese correnti</i>	
Pubblico impiego	818,0
Maggiori risorse enti decentrati	465,0
Assistenza e previdenza	390,0
Altre	80,5
<i>Totale</i>	<i>1.753,5</i>
<i>Maggiori spese in conto capitale</i>	<i>345,0</i>
<i>Totale maggiori spese correnti e di capitale</i>	<i>2.098,5</i>
<i>Minori spese correnti</i>	
Pubblico impiego	362,4
Contenimento spese consumi intermedi	420,0
Patto di stabilità interno	2.250,0
Sanità e previdenza	2.473,0
<i>Totale</i>	<i>5.805,4</i>
<i>Minori spese in conto capitale</i>	<i>2.227,0</i>
<i>Totale minori spese correnti e di capitale</i>	<i>8.032,4</i>
<i>Totale minori spese nette</i>	<i>5.933,9</i>

Per quanto concerne infine le spese in conto capitale, si attendono risparmi per circa 2,2 miliardi di euro, la maggior parte dei quali discenderebbe dalla trasformazione in prestiti dei contributi alla produzione a agli investimenti alle imprese (costituzione di fondi rotativi per le imprese), prestiti da rimborsare, per un ammontare non inferiore al 50%, in 10 anni, ad un tasso d'interesse non inferiore allo 0,5% l'anno.

Nel complesso, la manovra sulle spese ha un effetto di contenimento del deficit della P.A. pari a circa 6 miliardi di euro.

Alcune osservazioni critiche. I criteri di valutazione di una manovra finanziaria sono, com'è noto, molteplici: adeguatezza per il raggiungimento degli obiettivi sui saldi di finanza pubblica, struttura (mix di interventi su entrate e spese), tipologia dei provvedimenti proposti (strutturali o una tantum), correttezza della valutazione degli effetti quantitativi dei provvedimenti stessi, coerenza con

gli obiettivi di evoluzione delle entrate e spese pubbliche. Sulla base di questi criteri, la manovra proposta nel disegno di legge finanziaria (circa 9,5 miliardi di euro) si presenta assai discutibile.

Consideriamo innanzitutto la manovra sulle entrate. Si può facilmente osservare che a fronte di minori entrate certe, sia pure di entità non rilevante, si pongono maggiori entrate incerte, di entità di gran lunga superiore. Come è stato sopra illustrato, ben 7 miliardi di euro dovrebbero arrivare dal concordato di massa (che replica l'analogo provvedimento del 1994 relativo agli anni 1987-1993) e dallo scudo fiscale bis. Inoltre, gli sgravi fiscali sono una misura di natura permanente (salvo abolizione con legge successiva), i condoni sono misure una tantum, che vanno rimpiazzate quando esauriscono i loro effetti. Questo significa che non è stato proposto alcun provvedimento di aumento strutturale delle entrate.

Anche in relazione agli interventi sulle spese correnti, sembra si sia fatto qualche passo indietro. I risparmi nel settore sanitario, secondo tradizione, derivano da aumenti dei ticket e delle quote di partecipazione alla spesa da parte degli assistiti. Le minori spese nel comparto previdenziale non sono il frutto di un provvedimento, ma sono solo minori spese accertate a valere su una legge precedente (la legge finanziaria per il 2002). In materia di pubblico impiego, è ricomparsa la possibilità di assunzioni in deroga, che nel corso degli anni Ottanta aveva drasticamente ridotto gli effetti dei reiterati blocchi alle assunzioni. In ogni caso, la manovra netta sul pubblico impiego implica maggiori spese, poiché le risorse destinate ai rinnovi contrattuali sono superiori ai risparmi presunti derivanti dal blocco delle assunzioni con deroga. Il patto di stabilità interno per le regioni ripropone il tetto alla crescita della spesa, come misura per il contenimento del fabbisogno di finanziamento.

Per quanto concerne le spese in conto capitale, come si è detto, i risparmi deriverebbero dalla trasformazione in prestiti dei contributi a fondo perduto alle imprese. E' ovvio sottolineare che per le imprese non è indifferente ricevere lo stesso ammontare di risorse in prestito o a fondo perduto. In altre parole, la trasformazione corrisponde ad una riduzione dell'intervento pubblico nel settore.

In conclusione si ha l'impressione che la manovra per il 2003 segni un ritorno al passato, in particolare agli anni Ottanta, con un insieme di misure che, sia dal lato delle entrate sia dal lato della spesa, non prospettano effetti di miglioramento strutturale dei conti delle amministrazioni pubbliche. È pur vero

che il momento del pareggio di bilancio si è allontanato nel tempo, è altrettanto vero che sarà valutato l'indebitamento strutturale (al netto degli effetti del ciclo economico), ma questo non costituisce una giustificazione per allentare il controllo sui flussi di spesa. Non si può non ricordare come la crescita consistente della pressione fiscale che abbiamo sperimentato sia la diretta conseguenza del fallimento delle manovre sulla spesa corrente nel corso degli anni Ottanta. Se i conti pubblici dovessero peggiorare nel 2003 e nel 2004, l'obiettivo del quasi-pareggio di bilancio, imposto a livello di Unione Monetaria, potrebbe essere ottenuto solo attraverso un aumento delle entrate, come insegna la storia della finanza pubblica italiana, a dispetto dell'obiettivo di riduzione della pressione fiscale.

2.4 La distribuzione territoriale di spese ed entrate pubbliche: un quadro generale

L'obiettivo di questo paragrafo è fornire alcune informazioni di base sulla struttura territoriale delle principali spese ed entrate pubbliche, in altri termini quanto della spesa pubblica complessiva è localizzata, per le diverse funzioni e categorie, in ciascuna delle tre macro-aree (Nord, Centro e Sud) e in che misura ciascuna contribuisce ad alimentare le entrate pubbliche complessive. Queste informazioni sono utili per poter affrontare, anche ad un livello di estrema semplicità, alcuni aspetti inerenti la questione del federalismo fiscale. Uno dei problemi più discussi e dibattuti, quando si parla di federalismo fiscale, concerne infatti quanti e quali servizi pubblici bisognerebbe garantire su tutto il territorio nazionale, in presenza di capacità fiscale molto diversa tra le diverse regioni. Le tavole che seguono mirano ad illustrare la situazione attuale, che costituisce il punto di partenza per la costruzione di un futuro sistema di federalismo fiscale.

Le spese pubbliche

Le TAB. 2.8 e 2.9 illustrano la ripartizione territoriale³ della spesa pubblica per consumi finali (valori complessivi e valori per abitante) dal 1995 al

³ L'Istat comprende nella definizione di Nord: Valle d'Aosta, Piemonte, Liguria, Lombardia, Trentino Alto Adige, Friuli Venezia Giulia, Emilia Romagna; Centro: Toscana, Umbria, Marche, Lazio; Mezzogiorno: Abruzzo, Molise, Basilicata, Campania, Puglia, Calabria, Sicilia, Sardegna.

2000. E' opportuno richiamare che secondo il sistema di contabilità nazionale (SEC 95), l'aggregato "consumi finali" include due categorie di spesa: a) il valore (pari al costo del personale più gli acquisti di beni e servizi) dei beni e servizi non destinabili alla vendita, sia di tipo individuale (istruzione, sanità, protezione sociale, attività ricreative e culturali), sia di tipo collettivo (servizi generali delle AA.PP., difesa, ordine pubblico e sicurezza, tutela della salute pubblica, protezione dell'ambiente, servizi generali, affari economici ed assetto territoriale); b) gli acquisti di beni e servizi erogati alle famiglie a titolo di prestazioni sociali in natura.

TAB. 2.8 - Spese delle A. P. per consumi finali
(miliardi di euro correnti)

	1995		1996		1997		1998		1999		2000	
		%		%		%		%		%		%
Nord	71,1	43,2	76,8	43,2	80,6	43,2	83,1	43,2	86,4	43,3	92,1	43,4
Centro	33,9	20,6	36,2	20,4	37,7	20,2	38,8	20,2	40,1	20,2	43,3	20,4
Sud	59,7	36,2	64,6	36,4	68,1	36,5	70,3	36,5	73,2	36,4	76,8	36,2
Totale Italia	164,7	100,0	177,5	100,0	186,4	100,0	192,2	100,0	199,7	100,0	212,2	100,0

Fonte: nostra elaborazione da Istat, *Conti economici territoriali*, dati analitici anni 1995-2000.

Dalla TAB. 2.9 emerge che la spesa pubblica pro-capite per consumi finali, considerata nel suo complesso, è distribuita in modo abbastanza uniforme sul territorio nazionale, con il Centro un po' al di sopra della media. Si nota anche che non si sono manifestate variazioni di rilievo durante il periodo di tempo considerato. Informazioni più precise si possono trarre dalla TAB. 2.10, che illustra i valori per abitante delle spese per consumi finali, secondo la classificazione funzionale. Le spese per ordine pubblico e difesa sono, come era da attendersi, uniformemente distribuite sul territorio nazionale. Per quanto riguarda i servizi generali, si osserva una maggiore spesa pro-capite al Sud, probabilmente spiegata con la maggiore incidenza di uffici e dipendenti pubblici.

In merito all'istruzione, la spesa per abitante al Centro e al Sud risulta molto più elevata che al Nord, per effetto di diverse cause, tra le quali: maggiore incidenza della popolazione in età scolare rispetto alla popolazione, bassissima percentuale di studenti iscritti alle scuole non pubbliche, maggiore incidenza del personale di ruolo docente e non docente sul totale del personale.

**TAB. 2.9 - Spese pro-capite delle A.P. per consumi finali
(euro correnti)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Valori in euro						
Nord	2.799	3.014	3.156	3.246	3.366	3.570
Centro	3.084	3.289	3.416	3.507	3.618	3.892
Sud	2.861	3.090	3.253	3.359	3.504	3.682
Italia	2.876	3.094	3.241	3.337	3.464	3.676
Indice Italia=100						
Nord	97,3	97,4	97,4	97,3	97,2	97,3
Centro	107,2	106,3	105,4	105,1	104,4	105,9
Sud	99,5	99,9	100,4	100,7	101,2	100,2

Fonte: nostra elaborazione da Istat, *Conti economici territoriali*, dati analitici anni 1995-2000.

**TAB. 2.10 - Spese pro-capite delle A.P. per consumi finali,
classificazione funzionale (euro correnti)**

	1995				2000			
	Nord	Centro	Sud	Italia	Nord	Centro	Sud	Italia
Ordine pubblico	314	328	321	319	376	388	382	381
Difesa	180	182	182	181	206	208	208	206
Servizi generali	354	337	398	366	435	438	482	454
Istruzione	617	801	824	728	768	979	1.064	918
Sanità	873	874	748	828	1.199	1.191	1.057	1.146
Affari economici	231	242	198	221	272	264	215	250
Altre	230	320	190	233	314	424	274	321

Fonte: nostra elaborazione da Istat, *Conti economici territoriali*, dati analitici anni 1995-2000.

Per quanto riguarda il settore della sanità, i differenziali di spesa pro-capite, più bassa al Sud, rispecchiano in primo luogo le differenze nella composizione della popolazione (l'indice di vecchiaia – calcolato come rapporto tra la popolazione oltre i 65 anni e quella della classe 0-14 anni – è al Sud molto più basso che al Centro e al Nord) e quindi nei bisogni di servizi sanitari; in secondo luogo, vanno ricondotti ai flussi migratori dal Sud verso il Centro e il Nord (al netto degli effetti della mobilità, i differenziali si riducono). Infine, la spesa per affari economici comprende interventi di varia natura, quali quelli nel campo del settore energetico, dei trasporti, dell'agricoltura, delle comunicazioni e non stupisce che sia più elevata al Centro e al Nord.

Le TABB. 2.11 e 2.12 contengono i dati relativi agli investimenti fissi lordi, complessivi e per abitante, delle Amministrazioni Pubbliche, esclusi quelli nei settori dell'istruzione e della sanità. Esse mostrano che il Sud riceve flussi di investimenti minori e che il divario è aumentato nel corso del periodo considerato.

TAB. 2.11 - Investimenti fissi lordi
(Pubblica amministrazione e difesa; assicurazione sociale e obbligatoria)
(miliardi di euro correnti)

	1995		1996		1997		1998		1999	
		%		%		%		%		%
Nord	5,8	41,4	6,3	41,2	7,0	44,3	8,0	44,7	8,8	45,8
Centro	3,5	25,0	3,8	24,8	3,5	22,2	3,9	21,8	4,2	21,9
Sud	4,7	33,6	5,2	34,0	5,3	33,5	6,0	33,5	6,2	32,3
Totale Italia	14,0	100,0	15,3	100,0	15,8	100,0	17,9	100,0	19,2	100,0

Fonte: nostra elaborazione da Istat, *Conti economici territoriali*, dati analitici anni 1995-2000.

TAB. 2.12 - Investimenti fissi lordi per abitante
(Pubblica amministrazione e difesa; assicurazione sociale e obbligatoria)
(euro correnti)

	1995	1999
Nord	228	343
Centro	319	379
Sud	225	297
Totale Italia	244	333

Fonte: nostra elaborazione da Istat, *Conti economici territoriali*, dati analitici anni 1995-2000.

Le TABB. 2.13 e 2.14 mostrano la distribuzione per aree territoriali della spesa per prestazioni previdenziali. In particolare, i dati riportati includono la spesa pensionistica sostenuta da INPS, INPDAP e da altri enti (principalmente INPDAI, Istituto Postelegrafici, ENPAM ed ENPALS); le rendite da infortuni in carico all'INAIL; la spesa per trattamenti di fine rapporto; le spese per altre prestazioni, sostenute in larga misura dall'INPS (assegni al nucleo familiare, trattamenti di cassa integrazione, disoccupazione, malattia, maternità e mobilità).

TAB. 2.13 - Spese previdenziali
(miliardi di euro correnti)

	1996		1997		1998		1999	
		%		%		%		%
Nord	76,7	52,0	83,5	51,8	85,7	51,3	90,9	50,8
Centro	31,1	21,1	34,0	21,1	35,3	21,2	37,9	21,2
Sud	39,9	27,0	43,7	27,1	46,0	27,5	50,2	28,0
Totale Italia	147,6	100,0	161,3	100,0	167,1	100,0	179,0	100,0

Fonte: nostra elaborazione da IGEP, *La spesa statale regionalizzata*, anni 1996-1999.

TAB. 2.14 - Spese previdenziali per abitante
(euro correnti)

	1996	1997	1998	1999
Nord	3.010	3.269	3.348	3.541
Centro	2.826	3.081	3.191	3.419
Sud	1.909	2.088	2.198	2.403
Italia	2.572	2.805	2.902	3.105

Fonte: nostra elaborazione da IGEP, *La spesa statale regionalizzata*, anni 1996-1999.

Come c'era da aspettarsi, la spesa previdenziale è diretta principalmente al Nord e al Centro Italia, sia per effetto del numero più elevato di prestazioni erogate sia per effetto del maggior importo medio delle prestazioni. A titolo informativo, la TAB. 2.15 riporta il numero totale delle pensioni erogate nel 1999 dal complesso degli enti previdenziali in ciascuna area ed il relativo importo medio.

TAB. 2.15 - Numero e importo medio delle pensioni, anno 1999

	Pensioni (migliaia di unità)	Importo medio (euro)
Nord	10.572	8.123
Centro	4.446	7.887
Sud	6.550	6.762
Italia	21.568	7.662

Fonte: nostra elaborazione da Istat, *Annuario statistico italiano*, 2001.

In conclusione, il quadro che si trae dai dati relativi alla ripartizione territoriale della spesa pubblica presenta le seguenti caratteristiche: a) le spese per i servizi collettivi, quali difesa, ordine pubblico e sicurezza, sono uniformi su tutto il territorio nazionale; b) i differenziali tra Sud, Centro e Nord delle spese pro-capite per l'istruzione e la sanità riflettono soprattutto le diverse caratteristiche della popolazione residente; c) la spesa previdenziale si concentra al Centro-Nord, dove sono minori i tassi di disoccupazione e più elevate le retribuzioni medie.

Le entrate pubbliche

L'analisi della distribuzione territoriale delle entrate pubbliche, utile per valutare il contributo delle diverse macro-aree al gettito complessivo tributario e contributivo, è resa complicata dalla mancanza di informazioni sistematiche ed omogenee e dal ritardo con cui vengono elaborati i dati dell'Agenzia delle

Entrate, soprattutto per quanto riguarda le imposte dirette. Tuttavia, i dati disponibili sono sufficienti a delineare un quadro generale, che conferma che la distribuzione territoriale delle entrate è molto più disomogenea rispetto a quanto si osserva per la spesa pubblica.

Le TABB. da 2.16 a 2.18 forniscono le informazioni relative alla ripartizione territoriale del gettito dell'imposta sul reddito delle persone fisiche, desunte dall'analisi delle dichiarazioni dei redditi, relative al 1995 (ultimo anno per il quale i dati sono stati elaborati dall'Agenzia delle Entrate). Il Sud rappresenta il fanalino di coda, con un numero di contribuenti pari a poco più del 50% di quelli concentrati al Nord, un reddito imponibile pari al 41% del reddito imponibile prodotto al Nord ed un contributo del 20,5% al gettito complessivo.

TAB. 2.16 - Imposta sui redditi delle persone fisiche, 1995

	Contribuenti (migliaia di unità)		Reddito imponibile (mld di euro)		Imposta netta (mld. di euro)	
		%		%		%
Nord	15.197	52,2	198,8	55,7	40,0	57,6
Centro	6.000	20,6	76,3	21,4	15,2	21,9
Sud	7.912	27,2	81,6	22,9	14,2	20,5
Totale Italia	29.109	100,0	356,7	100,0	69,4	100,0

Fonte: nostra elaborazione su dati del Ministero delle Finanze, 1999.

Nel Mezzogiorno, l'imposta netta media per contribuente è pari al 68% di quella raccolta al Nord e al 71% di quella raccolta al centro; il divario è ovviamente ancora più elevato se si considera il gettito per abitante, solo 680 euro, contro i 1.572 del Nord e i 1383 del Centro.

TAB. 2.17 - IRPEF netta per contribuente e per abitante, 1995
(euro correnti)

	Imposta netta per contribuente	Imposta netta per abitante
Nord	2.632	1.572
Centro	2.533	1.383
Sud	1.795	680
Italia	2.384	1.211

Fonte: nostra elaborazione su dati del Ministero delle Finanze, 1999.

Il reddito medio per contribuente è infatti più basso al Sud che nel resto d'Italia e l'aliquota media è di circa 2,5 punti inferiore.

TAB. 2.18 – Redditi medi e aliquota media, 1995
(euro correnti)

	Reddito lordo per contribuente	Reddito netto per contribuente	Aliquota media %
Nord	13.358	10.727	19,7
Centro	12.952	10.414	19,6
Sud	10.447	8.649	17,2
Italia	12.483	10.097	19,1

Fonte: nostra elaborazione su dati del Ministero delle Finanze, 1999.

Il quadro che si desume dai dati del 1995 non sembra essersi modificato nel corso del tempo, come si vede dalla TAB. 2.19 che riporta il gettito dell'IRPEF delle regioni a statuto ordinario per il 1999.

TAB. 2.19 – IRPEF delle regioni a statuto ordinario, 1999

	IRPEF (mld. di euro)		IRPEF pro-capite (euro)
		%	
Nord	58,9	59,1	2.510
Centro	24,6	24,7	2.220
Sud	16,1	16,2	1.140
Totale Italia	99,6	100,0	2.040

Fonte: ISAE, Rapporto trimestrale, aprile 2002.

Considerazioni analoghe valgono per le imposte indirette, come è messo in evidenza nelle TABB. 2.20 e 2.21, che ne riportano il gettito complessivo e pro-capite per ciascuna area territoriale negli anni tra il 1995 e il 2000. Nel 2000, le imposte indirette pro-capite pagate al Sud sono state pari al 57% circa di quelle pagate al Nord e al 62% di quelle pagate al Centro. In parte, il differenziale tra le imposte indirette pro-capite rispecchia il differenziale tra i consumi pro-capite, che nel 2000 sono stati nel Mezzogiorno pari a circa il 54% dei consumi pro-capite al Nord.

TAB. 2.20 – Imposte indirette nette
(miliardi di euro correnti)

	1995		1996		1997		1998		1999		2000	
		%		%		%		%		%		%
Nord	54,7	54,5	56,4	54,6	62,5	54,3	83,3	54,9	83,9	54,3	87,2	53,8
Centro	20,7	20,6	21,2	20,5	23,9	20,8	31,4	20,7	32,4	21,0	34,6	21,3
Sud	25,0	24,9	25,7	24,9	28,7	24,9	37,1	24,4	38,2	24,7	40,3	24,9
Totale Italia	100,4	100,0	103,3	100,0	115,1	100,0	151,8	100,0	154,5	100,0	162,1	100,0

Fonte: nostra elaborazione da Istat, *Conti economici territoriali*, dati analitici anni 1995-2000.

TAB. 2.21 – Imposte indirette nette per abitante(euro correnti)

	1995	2000
Nord	2.150	3.383
Centro	1.884	3.109
Sud	1.198	1.932
Italia	1.752	2.806

Fonte: nostra elaborazione da Istat, *Conti economici territoriali*, dati analitici anni 1995-2000.

Infine, la TAB. 2.22 riporta i contributi sociali degli enti di previdenza, nel periodo 1996-2000.

TAB. 2.22 – Contributi sociali degli enti di previdenza⁴
(miliardi di euro correnti)

	1996		1997		1998		1999	
		%		%		%		%
Nord	82,6	58,3	79,7	52,6	68,8	51,2	68,5	50,2
Centro	31,3	22,1	45,7	30,1	42,3	31,5	45,2	33,1
Sud	27,8	19,6	26,2	17,3	23,2	17,3	22,8	16,7
Totale Italia	141,7	100,0	151,6	100,0	134,3	100,0	136,5	100,0

Fonte: nostra elaborazione da Istat, *Annuario statistico italiano*, 2001.

E' opportuno ricordare che, a partire dal 1998, il gettito contributivo si riduce per effetto dell'abolizione dei contributi sanitari, in seguito all'introduzione dell'IRAP. La TAB. 2.23 contiene i contributi sociali per abitante e mostra il forte divario tra il Centro-Nord e il Sud, dovuto anche alle misure di fiscalizzazione di cui beneficiano le regioni meridionali (il dato del Centro, che incorpora gran parte delle retribuzioni pubbliche, non è indicativo).

TAB. 2.23 – Contributi sociali per abitante (euro correnti)

	1997	1999
Nord	3.119	2.668
Centro	4.145	4.081
Sud	1.251	1.092
Italia	2.636	2.368

Fonte: nostra elaborazione da Istat, *Conti economici territoriali*, dati analitici anni 1995-2000.

In sintesi, il contributo del Mezzogiorno al gettito fiscale (tributario e contributivo) complessivo risulta inferiore rispetto a quello delle regioni del Centro e del Nord. I differenziali di gettito fiscale sono spiegati in buona parte dai differenziali di reddito e consumi pro-capite.

⁴ La distribuzione territoriale dei contributi è stata elaborata dall'ISTAT facendo riferimento alla regione di appartenenza dei lavoratori. Poiché alcune imprese, con sedi periferiche, versano i contributi solo nella regione dove è ubicata la sede centrale, la distribuzione territoriale dei contributi viene alterata.

3. LA CONGIUNTURA MONETARIA E I TASSI D'INTERESSE*

Il secondo quadrimestre dell'anno si è caratterizzato per la stabilità dei tassi a breve termine e per una leggera riduzione dei tassi a lunga (sia sul dollaro che sull'euro). Le aspettative sull'andamento dei tassi di mercato e sul Repo si sono rovesciate rispetto a giugno: fino ad allora i tassi impliciti segnalavano possibili aumenti, ora segnalano possibili riduzioni del Repo di 25 punti base intorno alla fine dell'anno. In Italia, continua la decelerazione del tasso di crescita degli impieghi per effetto congiunto della debolezza della domanda aggregata sull'economia e per il riaggiustamento del portafoglio prestiti avviato e tuttora in corso in gran parte del sistema bancario. Un'analisi comparata sull'Italia e sugli altri paesi europei mostra che le oscillazioni dei tassi bancari sono più limitate delle oscillazioni dei tassi di mercato e che l'aggiustamento alle variazioni del Repo avviene con una dinamica simile in tutti i paesi.

3.1 Tassi ufficiali e aggregati monetari e creditizi

Nel periodo luglio-settembre 2002 la Banca Centrale Europea non ha modificato i suoi tassi, fermi ai valori di novembre 2001. Il tasso di rifinanziamento principale è rimasto così al 3,25%, al centro del corridoio dei tassi ufficiali del 2,25 - 4,25%.

La Banca Centrale Europea, che nel primo semestre dell'anno si era mostrata progressivamente sempre più preoccupata del possibile andamento dell'inflazione - e nel contempo fiduciosa sulle prospettive di ripresa economica dell'Area entro la fine del 2002 - ha poi rivisto le sue posizioni, dichiarandosi meno pessimista sui rischi per la stabilità dei prezzi, definiti "al momento equilibrati", e ha ammesso uno slittamento di almeno un semestre della ripresa economica dell'Area. Sulla base di queste considerazioni, il Consiglio Direttivo ha ritenuto anche ad ottobre che i livelli dei tassi di riferimento fossero appropriati per assicurare il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo¹.

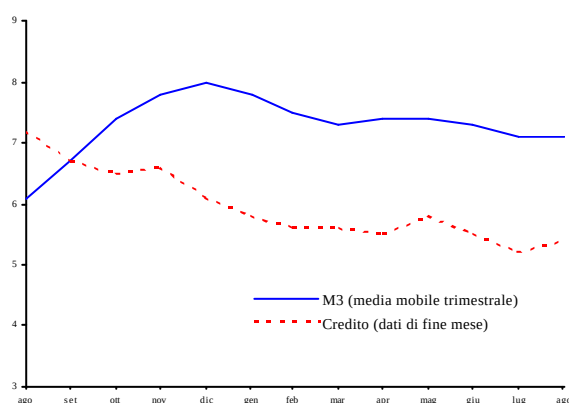
* A cura di G. Verga, G. Mastromatteo, L. Nieri, S. Corona e M. Marchiori.

¹ BCE, Bollettino Mensile, settembre 2002, pag. 5.

L'analisi del primo pilastro, ovvero della moneta, mostra che finora non si è manifestato alcun particolare rallentamento nella media mobile trimestrale della crescita di M3, che ad agosto era pari al 7,1%, molto al di sopra del valore di riferimento del 4,5% (FIG. 3.1). La BCE sembra propensa a interpretare gran parte di questo scostamento come dovuto a motivazioni contingenti e non strutturali, legate per lo più all'andamento dei mercati finanziari e borsistici internazionali. Infatti, viene sottolineato come, da un lato, la maggiore moneta verrebbe detenuta per motivi precauzionali a fronte di una maggiore incertezza dei mercati e, dall'altro, sia diminuito il costo-opportunità di detenzione della moneta a causa dei bassi rendimenti offerti dalle attività alternative; tale spiegazione è del resto riscontrabile nell'accelerazione, nei mesi recenti, della componente più liquida M1.

L'elevato livello di crescita di M3 desterebbe però delle preoccupazioni se permanesse anche nel lungo periodo. Allo stato attuale, stante la debole espansione dell'economia ed una crescita dei prestiti al settore privato ferma, nonostante i bassi tassi, al 5-6%, il rischio inflativo derivante dalla crescita elevata della moneta è giudicato non troppo elevato, soprattutto considerando il complesso dei segnali che giungono dagli indicatori del "secondo pilastro".

FIG. 3.1 - Crescita di M3 e del credito
(dati mensili; periodo agosto 2001 - agosto 2002)



Fonte: nostra elaborazione su dati BCE, *Bollettino mensile*, settembre 2002 e successivi agg.

Circa il secondo pilastro, infatti, la Banca Centrale Europea, ancora pochi mesi fa moderatamente ottimista rispetto a una significativa ripresa economica entro la fine dell'anno, ha rivisto le proprie previsioni sulla base dell'analisi delle prime stime dei dati relativi alla crescita del PIL nel secondo trimestre dell'anno. Da esse risulterebbe una crescita dell'aggregato di appena lo 0,3% sul periodo precedente, contro lo 0,4% del primo trimestre dell'anno.

L'indice dei prezzi al consumo ha mantenuto nel 2002 un andamento sostanzialmente costante: al riguardo, la Banca Centrale Europea sostiene da tempo che, in assenza di *shock* petroliferi e di tendenze al rialzo dei salari, potrebbero essere confermate le attuali previsioni di inflazione intorno al 2% per la fine del 2002 e di un valore ancora inferiore per il 2003. Tuttavia, negli ultimi tempi, il rincaro del greggio e la dinamica delle retribuzioni hanno destato qualche allarme nel Consiglio Direttivo.

Come lo stesso Duisenberg aveva sottolineato nella sua conferenza del 12 settembre, attualmente la Banca Centrale Europea concorda con le più recenti previsioni di una crescita del prodotto interno lordo dell'Area Euro sotto l'1% per il 2002 ed una ripresa per il 2003: le stime di crescita per il 2002 variano nell'intervallo 0,9-1,5% mentre per il 2003 le previsioni si attestano sul 2,1-3,1%. La BCE ritiene anche che sussistano meno tensioni sui prezzi al consumo, almeno nel breve-medio periodo, pure in presenza di eventuali *shock* derivanti dal prezzo del petrolio e da pressioni derivanti dal mercato del lavoro. Le stime sull'inflazione per il 2002 si attestano entro l'intervallo 2,1-2,5% e le stime per il 2003 entro l'intervallo 1,3-2,5%. Le previsioni odierne della BCE sulla ripresa dell'economia sono quindi meno ottimistiche di qualche mese fa; di contro sono diventate più ottimistiche quelle sull'inflazione. I segnali positivi sul fronte dell'inflazione si accompagnano a quelli negativi della crescita eccessiva della moneta; come conseguenza i tassi ufficiali non sono stati modificati, in attesa di un chiarimento della situazione.

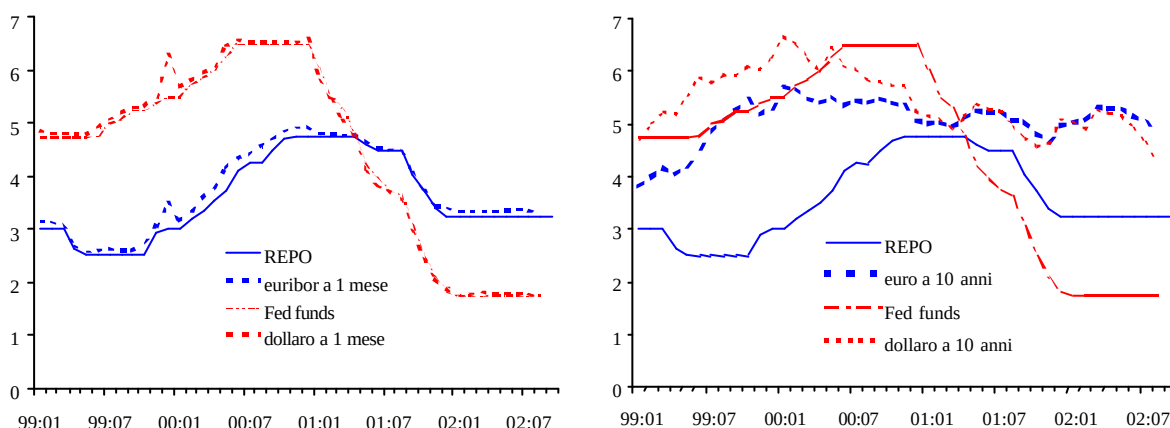
Nelle comunicazioni ufficiali della BCE, infine, non mancano anche in questi ultimi mesi i consueti accenni alla necessità di condurre politiche fiscali rigorose; in particolare, Duisenberg ha recentemente riaffermato la necessità di non modificare le "regole del gioco" del Patto di Stabilità e Crescita. Altro aspetto importante, continuamente sottolineato dalla BCE, riguarda la necessità di effettuare riforme strutturali secondo gli schemi stabiliti dagli indirizzi di massima

per le politiche economiche, al fine di migliorare la tenuta dell'Area ed espandere il potenziale per la crescita economica.

3.2 I tassi di mercato e le aspettative

I tassi di mercato. Nel secondo quadrimestre dell'anno i tassi a breve termine sono rimasti pressoché costanti sia nell'Area-Euro sia negli Stati Uniti, in conseguenza dell'immutato livello dei rispettivi tassi ufficiali. Invariata è pertanto la differenza tra i rendimenti delle scadenze più brevi nelle due aree (circa 1,5 punti percentuali in più per l'Area Euro) (FIG. 3.2).

FIG. 3.2 - Tassi a breve e a lunga nella zona-Euro e negli USA
(dati mensili; periodo gen. 1999 - set. 2002;
fino all'anno interbancari, oltre titoli di Stato)

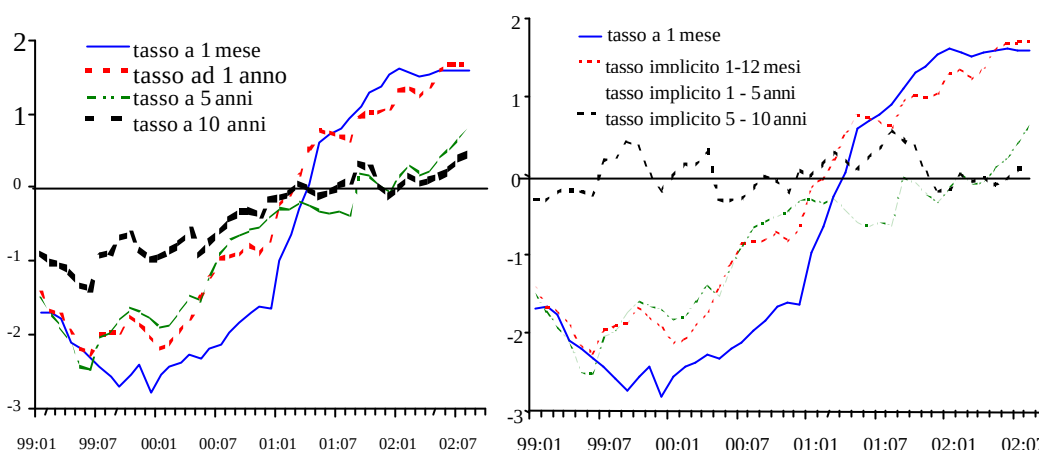


Fonte: BCE e Fed.

Anche sulle scadenze a più lungo termine si registra, a partire da marzo, un differenziale positivo a favore dell'euro (FIG. 3.3), che è progressivamente salito nel tempo (quasi 90 punti base per i 5 anni e 50 punti base per i decennali). Per quanto riguarda invece i livelli, i rendimenti decennali risultano in calo sia negli USA sia in Europa, il che riflette le valutazioni meno ottimistiche da parte degli operatori circa le prospettive economiche di entrambe le Aree. Il fenomeno di diminuzione dei rendimenti dei titoli di Stato è attribuibile anche ai crescenti

timori degli operatori sulla solidità delle azioni quotate dovuti alla scoperta di alcuni rilevanti casi di irregolarità contabili che ha concorso a determinare un consistente passaggio di capitali dai mercati azionari a quelli obbligazionari.

FIG. 3.3 - Differenziali dei tassi per scadenza e dei tassi impliciti
(tassi zona-Euro - tassi USA; dati mensili; periodo gen. 1999 - set. 2002;
fino all'anno interbancari, oltre titoli di Stato)



Fonte: BCE e Fed e nostre elaborazioni.

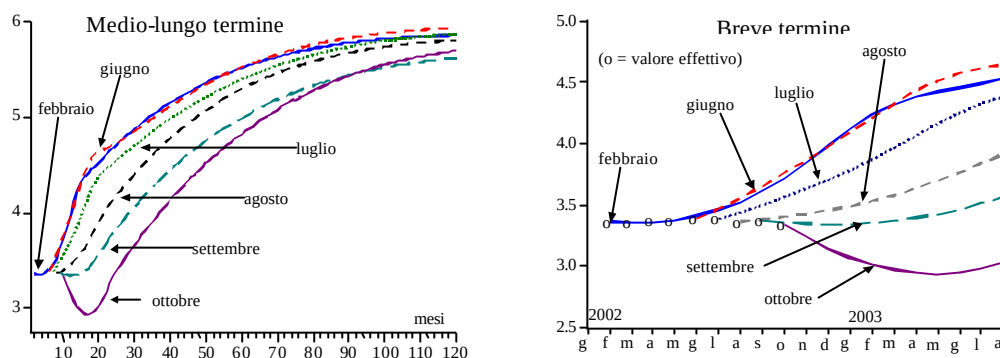
Anche l'analisi dei tassi impliciti mostra qualche cambiamento rispetto al maggio scorso: accanto ad uno scarto positivo per i tassi europei sulle scadenze più brevi si è aggiunta infatti una differenza positiva anche per la scadenza 1-5 anni, pari a 0,65 punti percentuali ad agosto. Permangono invece sostanzialmente allineati i valori dei tassi impliciti per l'intervallo 5-10 anni, confermando, al momento, le analisi condotte nei precedenti numeri dell'Osservatorio².

Le aspettative. Negli ultimi mesi, a mano a mano che peggioravano le aspettative sulla crescita economica e rientravano i timori inflazionistici, la curva dei tassi impliciti mensili (FIG. 3.4) si modificava profondamente, ad indicare che le aspettative degli operatori stavano radicalmente cambiando. Come è noto, infatti, questa curva - ricavata in base ai rendimenti per scadenza di Euribor e IRS (*interest rate swaps*) - è considerata un buon indicatore delle attese medie del mercato rispetto alla futura evoluzione dei tassi a breve. Se ne deduce quindi che,

² Cfr. Osservatorio Monetario, n.1/2002, pagg. 66-68 e n. 2/2002, pag. 34.

mentre da febbraio a giugno le aspettative degli operatori sull'evoluzione dei tassi erano rimaste invariate, da luglio a settembre l'aspettativa al rialzo incorporata dai tassi impliciti mensili si andava progressivamente affievolendo. A partire da ottobre, poi, le aspettative si sono capovolte, orientandosi verso un ribasso dei tassi da qui a maggio del prossimo anno. Solo verso la metà del 2003, quindi, secondo l'attuale opinione degli operatori, i tassi dovrebbero iniziare a crescere.

FIG. 3.4 – Struttura dei tassi impliciti mensili
(aspettative alle varie date sul futuro andamento dei tassi mensili)

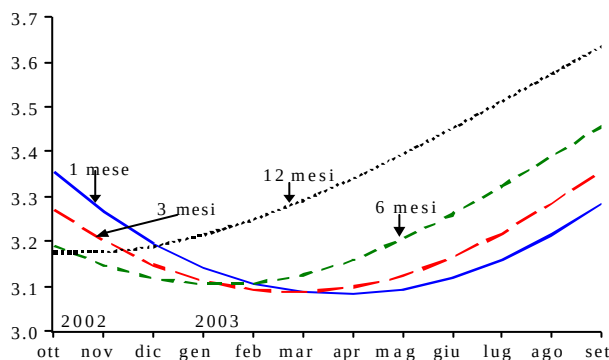


Fonte: nostre elaborazione sui dati de *Il Sole 24Ore*, vari numeri; valori di inizio mese;

Nota: interpolazione non lineare con fuzzy OLS di Giles e Draeseke (2001).

In conseguenza di ciò, anche le aspettative sulla prossima evoluzione dei tassi a 3, 6 e 12 mesi, che sono una sorta di media mobile delle attese sui rendimenti mensili, si sono sensibilmente modificate. Al momento, infatti, tutte le previsioni (ad eccezione della scadenza annuale) sono di una discesa generalizzata dei rendimenti dell'Euribor (FIG. 3.5).

FIG. 3.5 – Previsioni al 18 ottobre 2002 ricavate dai tassi impliciti



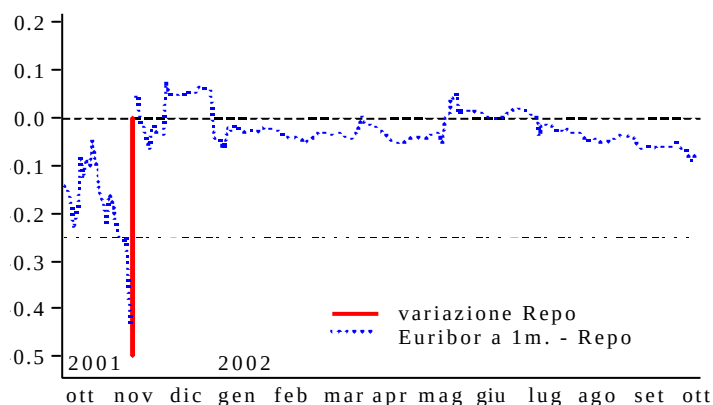
Fonte: *Il Sole 24Ore* del 19-10-2002 e nostre elaborazioni

Le aspettative sui tassi ufficiali. Questo mutamento nelle aspettative sull'evoluzione dei tassi a breve fa prevedere anche una parallela variazione delle aspettative sui tassi ufficiali. Come è noto, infatti, il tasso a 1 mese non può allontanarsi più di tanto dal Repo e, di conseguenza, le aspettative sul secondo devono essere legate alle aspettative sul primo. Ne risulta che fino ad agosto la previsione del mercato era di un aumento - seppur non immediato - del Repo: all'inizio di giugno, infatti, l'attesa era di un probabile innalzamento dei tassi a luglio-agosto; a luglio l'attesa dell'intervento si era spostata a dopo l'estate. Dall'inizio di ottobre 2002 queste attese si sono invertite e le aspettative sono ora di una possibile riduzione del Repo, anche se attualmente l'entità della variazione si è un po' ridimensionata (-0,25 contro -0,50 punti).

Che le variazioni dei tassi ufficiali siano sempre state ritenute probabili ma non imminenti è confermato dal fatto che nei giorni precedenti le varie riunioni della BCE l'opinione degli operatori è sempre stata che i tassi ufficiali non sarebbero stati modificati. Il differenziale tra il tasso a 1 mese e il Repo si è infatti sempre mantenuto vicino allo zero e, comunque, ben dentro la fascia dello 0,25% (FIG. 3.6): questo si contrappone a quanto avvenuto nei giorni precedenti l'intervento di novembre 2001, quando il differenziale era sceso di oltre 0,25 punti percentuali sotto il suo valore normale.

FIG. 3.6 – Differenziale tra Euribor a 1m e Repo e variazione del Repo
(dati giornalieri: periodo 1 ott. 2001 – 10 ott. 2002)

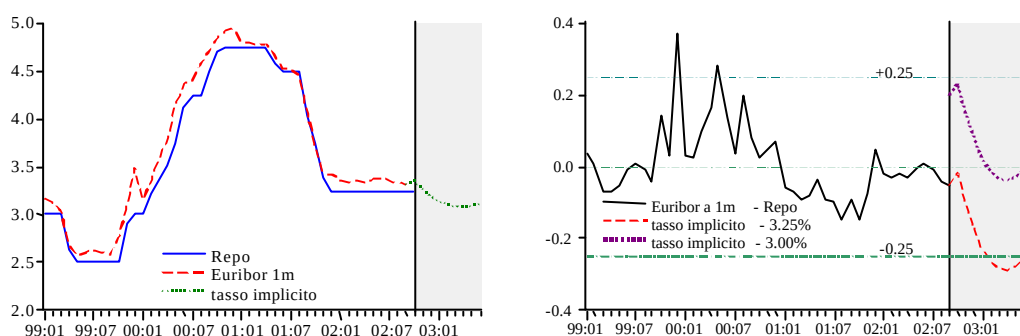
Fonte: Datastream e nostre elaborazioni;



Nota: il differenziale è al netto del suo valore medio del periodo 1999-2002.

Come già detto in precedenza, ora i tassi impliciti indicherebbero la presenza dell'aspettativa di una possibile riduzione del Repo, probabilmente di uno 0,25%. Se i tassi impliciti confermassero la loro proprietà di essere buone approssimazioni delle aspettative sui tassi futuri, l'attuale valore del Repo (3,25%) risulterebbe troppo elevato: una correzione di 25 punti base riporterebbe il valore del differenziale tra il tasso a 1 mese e il tasso ufficiale in linea con il suo valore storico normale (FIG. 3.7).

FIG. 3.7 – Euribor a 1 mese, Repo, tasso implicito e loro differenza
(dati mensili; periodo gen. 1999-ott. 2002 e nov. 2002-giu. 2003)



Fonte: nostre elaborazioni su dati BCE e *Il Sole 24Ore* del 19-10-2002;

Nota: per il periodo nov. 2002-giu. 2003 si suppone che la previsione dell'Euribor a 1 mese corrisponda ai tassi impliciti del 18-10-2002; il differenziale è al netto del suo valore medio.

Per quanto riguarda il momento dell'eventuale variazione del tasso ufficiale, i mesi più probabili sarebbero dicembre-gennaio, anche se al momento, in base ai tassi impliciti, vi sarebbe qualche probabilità di una riduzione già a novembre.

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

Durante il secondo quadrimestre del 2002 le tendenze relative ai principali aggregati bancari segnalano una ulteriore decelerazione dei prestiti e, per contro, una crescita ancora molto sostenuta della raccolta a cui si affianca una tendenziale stabilità dei tassi di interesse.

Gli impieghi. La decelerazione dei prestiti che interessa il sistema bancario italiano già dal termine del 2001 è proseguita anche nel corso del secondo quadrimestre del 2002 (TAB. 3.1). In particolare, i prestiti a breve termine hanno registrato nel corso dell'estate tassi di crescita sostanzialmente pari a zero e le anticipazioni relative al mese di settembre suggeriscono la possibilità di tassi di variazione addirittura negativi. I prestiti a medio-lungo termine sono viceversa cresciuti a ritmi piuttosto elevati (in media il 10,5% nel quadrimestre) e la loro incidenza sul totale del portafoglio prestiti vivi è attualmente superiore al 52%.

L'andamento divergente delle due componenti del portafoglio prestiti, che ha caratterizzato di fatto gli ultimi dodici mesi, sembra riconducibile ai seguenti fattori: il generalizzato rallentamento dell'economia; le recenti misure di natura fiscale tese a incentivare l'effettuazione di investimenti da parte delle imprese; la rinnovata appetibilità del mercato immobiliare; lo stato di crisi in cui versa un numero crescente di imprese. La stagnazione dell'economia ha comportato una riduzione dei consumi da parte delle famiglie nonché della loro propensione ad indebitarsi a breve termine; a ciò è seguito il tentativo delle imprese di ridurre le scorte e, più in generale, il capitale circolante, che ha determinato una coerente riduzione dell'indebitamento a breve termine. Per contro, gli incentivi introdotti dalla legge Tremonti - ancorchè non in grado di contrastare completamente l'attuale ciclo negativo degli investimenti - hanno sostenuto la domanda di credito a medio-lungo termine. Tale aggregato è stato altresì sostenuto dalla domanda di prestiti ipotecari per l'acquisto di immobili, la cui appetibilità è tornata ad essere molto elevata a motivo del basso costo del denaro nonché della funzione degli immobili quali beni rifugio in una fase di elevata incertezza, di paventata ripresa inflazionistica e di elevata volatilità dei mercati finanziari. Infine, la crisi che sta interessando alcune imprese ha determinato operazioni di consolidamento dei prestiti, spostando così una quota del portafoglio dal breve al medio-lungo termine.

A riguardo di quest'ultima considerazione, si rileva che il profilo di rischio del portafoglio prestiti delle banche inizia a mostrare i primi segnali di peggioramento: a partire dalla fine di maggio il tasso di variazione delle sofferenze è infatti tornato ad essere positivo. Ciò contribuisce a spiegare la bassissima crescita dei prestiti a breve termine, determinata tra l'altro dalla minore

propensione delle banche a concedere prestiti tramite forme tecniche poco garantite, in *primis* le aperture di credito in c/c.

TAB. 3.1 - Tassi di variazione annua delle principali voci dell'attivo delle banche italiane

		Impieghi				Portafoglio titoli	
		Totali	Vivi			Titoli di Stato italiani	Altri titoli obbligaz.
			Totali	a breve	a m/l		
2001	Mag	9,3	11,7	13,9	9,5	-13,0	-6,2
	Ago	8,0	10,0	10,3	9,7	-12,6	-3,2
	Nov	7,7	9,7	8,8	10,5	-9,2	-0,1
2002	Feb	6,5	7,8	5,8	9,8	-5,2	9,4
	Mag	6,5	6,9	2,7	11,2	-5,6	17,6
	Giu	5,8	6,2	2,1	10,3	-10,8	20,2
	Lug	5,3	5,6	0,9	10,4	-11,6	17,6
	Ago	5,3	5,4	0,6	10,2	-	-

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

Anche il portafoglio titoli è stato interessato nel corso del quadrimestre da variazioni negative, in particolare con riferimento agli investimenti in titoli di Stato italiani che a fine luglio presentavano una diminuzione tendenziale pari a circa -11%. In contrasto, l'andamento degli altri titoli - tra cui rientrano titoli di debito emessi da imprese e da altri Stati - è stato contrassegnato da un forte dinamismo (in media +18% nel quadrimestre), indotto presumibilmente dalla ricerca da parte delle banche di rendimenti più elevati di quelli offerti dagli strumenti "risk-free" nonché dal consolidamento di taluni crediti a grandi clienti.

La raccolta. Così come rilevato nel primo quadrimestre, anche nel corso dei mesi estivi la raccolta bancaria è cresciuta a ritmi sostenuti (in media +9% nel quadrimestre) (TAB. 3.2). A guidare la crescita di questo aggregato sono stati i depositi in c/c e le obbligazioni: alla fine di agosto queste due componenti facevano registrare tassi di variazione tendenziali pari rispettivamente a 11,6% e 10,6%. Contenuta è invece la dinamica dei pronti contro termine che erano cresciuti sensibilmente nella prima parte del 2002.

I dati confermano pertanto la ormai tradizionale polarizzazione della raccolta bancaria incentrata, da un lato, su depositi ad altissima liquidità, visti dai risparmiatori come un temporaneo impiego dei loro fondi in attesa che si

delineino scenari meno incerti di quelli attuali; dall'altro lato, su strumenti di raccolta a medio termine, considerati investimenti alternativi rispetto a strumenti più rischiosi e molto volatili come quelli azionari.

Grazie alla sostenuta crescita della raccolta obbligazionaria, si mantiene invariata l'esposizione al rischio di tasso a livello di intero sistema bancario: il gap rilevato nel breve termine - ossia l'incidenza della raccolta a breve termine sugli impieghi di analoga scadenza - così come quello a medio-lungo si mantiene infatti sui livelli registrati nel primo quadrimestre, e cioè rispettivamente 1,4 e 0,7.

TAB. 3.2 - 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
2001 Mag	2,2	1,9	-19,0	-6,8	36,7	10,0	4,7	6,1	-9,1
Ago	2,8	2,6	-19,1	-5,3	34,4	12,2	6,0	3,5	-16,5
Nov	6,2	9,3	-15,6	-1,5	16,1	11,6	8,0	4,9	-17,7
2002 Feb	9,3	13,8	-9,9	4,7	6,2	10,9	9,9	8,5	-12,6
Mag	7,6	11,4	-11,7	8,7	2,8	11,2	8,8	7,1	-12,5
Giu	8,2	11,7	-12,8	9,3	5,4	12,1	9,5	7,6	-11,8
Lug	8,5	11,2	-8,8	9,4	7,0	10,8	9,3	5,8	-12,2
Ago	7,8	11,6	-8,4	10,0	0,6	10,6	8,8	8,1	-13,5

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

L'orientamento dei risparmiatori verso strumenti a basso rischio sembra essere confermato anche dalla crescita della raccolta indiretta non gestita, ossia degli strumenti finanziari di proprietà della clientela e detenuti a custodia dalle banche, rappresentati perlopiù da titoli di debito emessi dallo stato, da enti sovranazionali o da imprese prevalentemente di elevato *standing* creditizio.

In continua diminuzione risulta viceversa la componente gestita della raccolta indiretta (-13,5% a fine agosto), andamento che appare giustificato quantomeno in parte dalla modificata composizione del portafoglio di attività finanziarie delle famiglie, sempre più orientata agli investimenti obbligazionari e monetari e che pertanto beneficia meno dell'apporto di un gestore professionista.

Tassi attivi. Diversamente dalle attese di rialzo formulate nel corso dei primi mesi dell'anno, i tassi bancari attivi si sono mantenuti sostanzialmente stabili anche nel secondo quadrimestre del 2002, o, al più, hanno mostrato segni di ulteriore diminuzione (TAB. 3.3). I tassi a breve termine si attestano così su valori prossimi a quelli di inizio anno (ad agosto, 6,75% il tasso sulle aperture di credito in c/c, 3,5% il tasso minimo praticato alla clientela migliore e 5,8% il tasso medio).

TAB. 3.3 – Tassi attivi (sui crediti in Euro)

		A breve			A medio-lungo		
		c/c	Min.	Medio	sulle consist.	sulle nuove erogazioni	
						alle imprese	alle famiglie
2001	Mag	7,52	4,69	6,69	6,45	5,84	6,91
	Ago	7,38	4,51	6,54	6,23	5,52	6,89
	Nov	7,00	3,78	6,10	5,96	4,77	6,25
2002	Feb	6,73	3,47	5,81	5,59	4,81	5,98
	Apr	6,69	3,48	5,75	5,50	4,73	5,94
	Mag	6,68	3,50	5,76	5,49	4,80	5,92
	Giu	6,73	3,53	5,79	5,49	4,79	5,87
	Lug	6,77	3,51	5,81	5,50	4,89	5,75
	Ago	6,75	3,50	5,79	5,48	4,93	6,08
	Set	6,71	-	5,77	5,42	4,92	5,72
	20-ago-02	6,75	3,51	5,79			
	30-ago-02	6,71	3,50	5,75			
	10-set-02	6,74	3,50	5,77			

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

Nel segmento del medio-lungo termine si rileva invece un andamento divergente dei tassi relativi alle nuove erogazioni: nel corso del secondo quadrimestre quelli inerenti i prestiti alle imprese mostrano un aumento di 19 punti base, mentre quelli relativi ai prestiti alle famiglie diminuiscono di 22 punti base. Un simile comportamento dei tassi suggerisce che la crescita del credito a medio lungo termine è stata, da un lato, sostenuta dalla diminuzione dei tassi applicati alle famiglie e, dall'altro lato, viceversa "controllata" nel caso delle imprese.

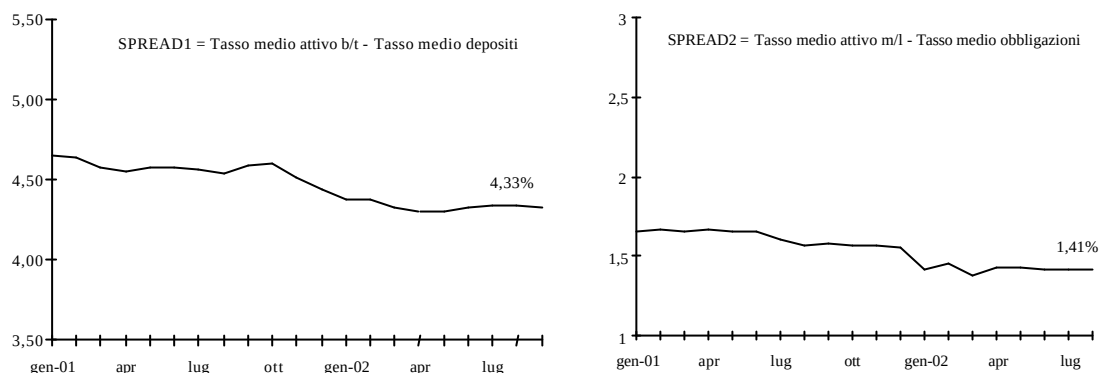
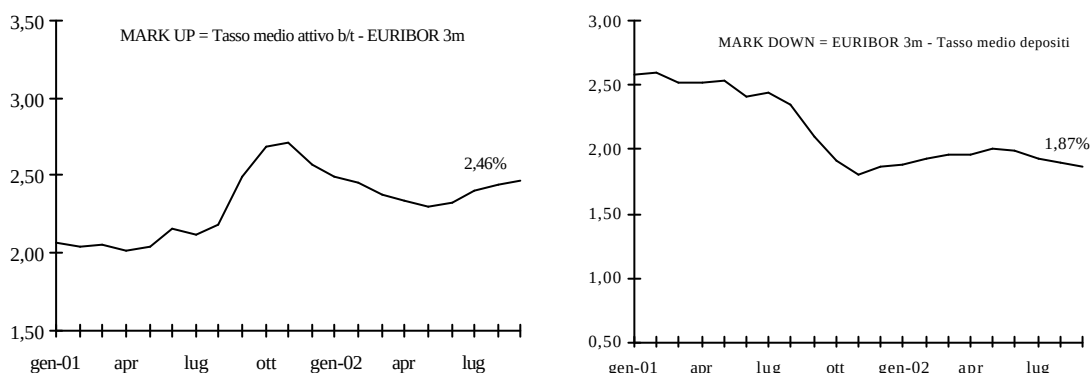
Tassi passivi. Nel secondo quadrimestre del 2002 si è rilevata una pressoché totale stabilità dei tassi passivi (TAB. 3.4). Solo i tassi relativi alle nuove emissioni di obbligazioni hanno mostrato un lievissima variazione (-14 punti base per quelle a tasso fisso e +3 punti base per quelle a tasso variabile). In realtà, il livello dei tassi passivi - soprattutto quelli sulla componente a vista (1,39% lordo a fine agosto) - ha ormai raggiunto livelli così bassi tali da rendere di fatto impraticabili ulteriori riduzioni, causando così fenomeni di rigidità verso il basso. Questo contribuisce a spiegare la riduzione del *mark down* avvenuta nel quadrimestre (dal 2% di aprile all'1,87% di agosto).

TAB. 3.4 – Tassi passivi (sui depositi in Euro)

	Depositi				Obbligazioni		
	c/c	CD lire	Max Depositi	Medio Depositi	medio consist.	Emissioni	
						Tasso fisso	Tasso var.
2001 Mag	2,03	3,70	4,56	2,11	4,79	4,50	4,57
Ago	1,92	3,56	4,41	2,00	4,66	4,15	4,40
Nov	1,50	3,37	3,77	1,59	4,39	3,51	3,62
2002 Feb	1,36	3,05	3,36	1,43	4,14	3,72	3,48
Mag	1,40	2,88	3,32	1,46	4,06	4,03	3,56
Giu	1,42	2,86	3,33	1,47	4,07	3,85	3,54
Lug	1,43	2,85	3,35	1,48	4,08	3,97	3,52
Ago	1,40	2,83	3,33	1,45	4,07	3,78	3,64
Set	1,39	-	-	1,44	-	-	-
20-ago-02	1,40	2,83	3,31	1,45			
30-ago-02	1,40	2,82	3,34	1,45			
10-set-02	1,39	2,81	3,30	1,44			

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

Gli spread. La lieve diminuzione del *mark-down* è stata peraltro più che compensata da un aumento del *mark-up*, passato dal 2,30% di fine aprile al 2,46% di fine settembre. Ciò ha consentito alle banche di mantenere stabile la forbice tra tassi attivi e tassi passivi. Come indica la FIG. 3.8 lo *spread* a breve è infatti rimasto nel quadrimestre intorno al 4,3% e quello a medio-lungo termine intorno all'1,4%. Si tratta in realtà di *spread* piuttosto bassi se confrontati con quelli applicati nei precedenti periodi: per trovare valori analoghi è infatti necessario tornare ai primi mesi del 2000, quando peraltro il livello dei tassi si era abbassato in modo eccezionale a seguito di una politica monetaria particolarmente espansiva.

FIG. 3.8 – Spread sui tassi bancari

FIG. 3.9 – Spread sull'Euribor


3.4 Le previsioni dei tassi bancari*

Nel periodo maggio-agosto 2002, come si è detto, i tassi bancari sono rimasti sostanzialmente stabili, con una lieve flessione ad agosto. La riduzione è stata più accentuata e continua per le emissioni obbligazionarie a cedola fissa, il cui rendimento, ad agosto, era di circa un quarto di punto inferiore a quello di maggio. Questo andamento si contrappone alle previsioni riportate nel numero 2/2002 dell'*Osservatorio*, che erano invece di una generalizzata, seppur molto lieve, tendenza al rialzo. L'errore, per altro non particolarmente accentuato se non

* A cura di G. Verga.

per le obbligazioni, è spiegabile dall'andamento dei tassi di mercato che ha seguito un profilo inferiore alle previsioni (TAB. 3.5).

TAB. 3.5 - Andamento dei tassi bancari fra maggio e settembre 2002

Data		Repo (media mensile)	Euribor		Rendiob	Medio impieghi a breve	Passivo c/c	Tasso CD < 6m.	Tasso CD > 18 m.	Obbl. bancarie
			3m.	12m.						
Mag	(b)	3,25	3,46	3,95	5,24	5,76	1,40	2,55	3,07	4,03
Giu	(a)	3,25	3,51	3,83	5,28	5,77	1,41	2,57	3,09	4,08
	(b)	3,25	3,46	3,87	5,17	5,79	1,42	2,55	3,13	3,85
Lug	(a)	3,25	3,53	3,85	5,28	5,79	1,41	2,58	3,13	4,11
	(b)	3,25	3,41	3,64	4,99	5,81	1,43	2,55	3,14	3,97
Ago	(a)	3,25	3,59	3,89	5,29	5,82	1,43	2,61	3,17	4,13
	(b)	3,25	3,35	3,44	4,82	5,79	1,40	2,53	3,02	3,78
Set	(a)	3,38	3,69	3,97	5,32	5,84	1,45	2,65	3,21	4,16
	(b)	3,25	3,31	3,24	4,61	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Fonte: Banca d'Italia, BCE e Osservatorio Monetario 2/2002-10-20

Nota: (a) = previsioni precedente Osservatorio, (b) = valori effettivi (in neretto)

L'aspettativa di una ripresa dei tassi bancari nel corso della seconda metà del 2002 non si è quindi concretizzata, né si concretizzerà nei prossimi mesi. Al suo posto è subentrata l'attesa di un ribasso – anche se di non forte entità - ma che potrebbe essere più accentuato nel caso di una riduzione del tasso ufficiale.

TAB. 3.6 – Tassi di mercato, tassi bancari e previsioni (medie mensili)
(in neretto i valori già noti)

Data	Repo (media mensile)	Euribor		Rendiob	Medio impieghi a breve	Passivo c/c	Tasso CD < 6m.	Tasso CD > 18 m.	Obbl. bancarie
		3m.	12m.						
2002 Ago	3,25	3,35	3,44	4,82	5,79	1,40	2,53	3,02	3,78
Set	3,25	3,31	3,24	4,61	5,73	1,41	2,53	2,99	3,64
Ott	3,25	3,30	3,20	4,59	5,69	1,40	2,52	2,94	3,62
Nov	3,25	3,20	3,18	4,58	5,64	1,40	2,52	2,90	3,52
Dic	3,12	3,15	3,19	4,60	5,57	1,35	2,46	2,83	3,49
2003 Gen	3,00	3,11	3,21	4,62	5,49	1,29	2,39	2,76	3,51
Feb	3,00	3,09	3,25	4,66	5,43	1,27	2,37	2,73	3,51
Mar	3,00	3,09	3,29	4,71	5,40	1,27	2,36	2,73	3,54
Apr	3,00	3,10	3,34	4,76	5,37	1,27	2,36	2,74	3,59
Mag	3,00	3,12	3,39	4,82	5,35	1,27	2,37	2,75	3,63
Giu	3,00	3,16	3,45	4,86	5,34	1,27	2,37	2,77	3,67

Fonte: Banca d'Italia, BCE, *Il Sole 24Ore* e nostre elaborazioni.

La nuove previsioni sull'andamento dei tassi bancari sono riportate nella TAB. 3.6. L'ipotesi su cui sono state costruite è che nei prossimi mesi la reazione

delle banche ai tassi di mercato sia la stessa che ha già contrassegnato il periodo più recente, sia in termini di *spread* che di velocità di aggiustamento. Le equazioni stimate sono quindi le stesse di pag. 50 del precedente Osservatorio. Per quanto riguarda i tassi di mercato, le cui previsioni entrano come variabili indipendenti nel modello econometrico, sono stati scelti dei valori coerenti con l'analisi dei tassi impliciti condotta nel paragrafo 3.2.

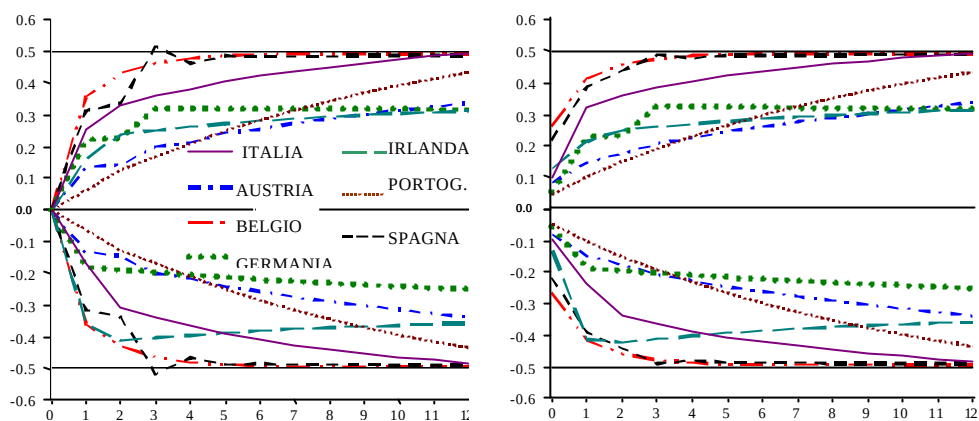
Come sempre, anche stavolta risulta che nel più breve periodo le oscillazioni dei tassi bancari sono più limitate di quelle dei tassi di mercato, pur se l'impatto delle variazioni dei tassi ufficiali può rendere più rapidi gli aggiustamenti.

Questo fenomeno, valido per l'Italia, è presente anche negli altri paesi dell'UME. Le FIGG. 3.10 e 3.11, che riportano la reazione del tasso dei prestiti e del rendimento dei CD sotto i 12 mesi a una variazione del Repo, mostrano, infatti, che pur con velocità leggermente diverse, la dinamica è simile in tutti i paesi di cui la BCE fornisce dati sufficientemente omogenei. Questo vale in particolare per il rendimento dei CD che, soggetti a maggiore concorrenza da parte delle attività del mercato monetario, presentano una reazione abbastanza uniforme (Austria a parte) ai provvedimenti di politica monetaria.

L'ipotesi adottata è che, partendo da una situazione di equilibrio, il tasso ufficiale sia fatto variare di mezzo punto al tempo $t+1$. Sono considerate separatamente le due alternative di aumento e diminuzione del Repo e di sua variazione attesa ed inattesa. Si rileva infatti qualche asimmetria nella risposta dei tassi bancari, secondo che il tasso ufficiale si muova verso l'alto o verso il basso. Significativamente diversa nel più breve periodo è poi la reazione di questi tassi nei due casi che la variazione di mezzo punto in $t+1$ del Repo sia già anticipata o meno nelle aspettative degli operatori – e quindi già riflessa nei rendimenti del mercato monetario. Nel primo caso, infatti, l'aggiustamento inizierebbe ancor *prima* dell'attuazione del provvedimento e di conseguenza sarebbe più rapido³. In ogni caso, comunque, il potere della BCE di influenzare i tassi bancari di tutti paesi dell'UME, e non solo quelli italiani, è sicuramente molto rilevante.

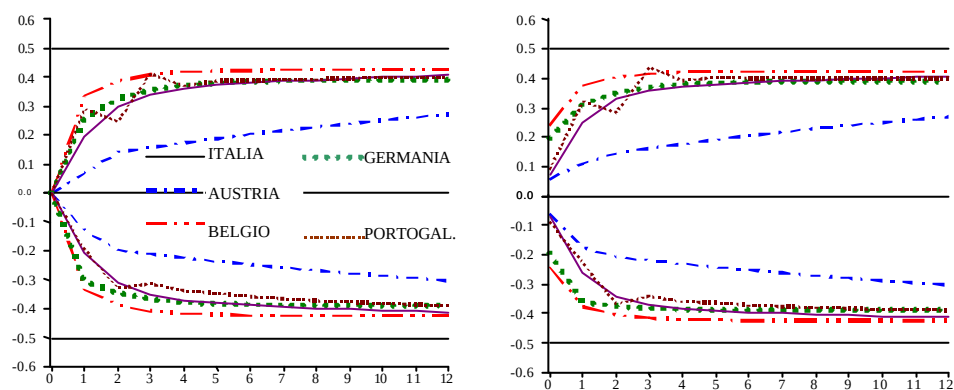
³ Per un'analisi completa del problema si veda F. Pettenati, *Un confronto tra l'andamento dei tassi bancari italiani ed europei*, 2002, tesi di laurea.

FIG. 3.10 – Tasso attivo a breve: reazione a una variazione inattesa (a sinistra) e attesa (a destra) del Repo in $t+1$ di + e - 0,5 punti)



Fonte: F. Pettenati, 2002.

FIG. 3.11 – Rendimento dei CD sotto i 6 mesi: reazione a una variazione inattesa (a sinistra) e attesa (a destra) del Repo in $t+1$ di + e - 0,5 punti)



Fonte: F. Pettenati, 2002.

4. IL CREDITO BANCARIO NELLE REGIONI ITALIANE: I PROBLEMI DEL MEZZOGIORNO *

Il sistema bancario italiano ha sperimentato un intenso processo di ristrutturazione. Di rilievo sono gli obiettivi che hanno guidato le operazioni di concentrazione in ambito domestico e la mutata fisionomia dell'intermediazione creditizia nei mercati locali. I processi di consolidamento hanno assunto nel caso italiano una forte caratterizzazione territoriale che si è tradotta nel corso degli anni '90 nella penetrazione delle banche del Nord e del Centro Italia nei mercati meridionali attraverso operazioni di acquisizione di banche dell'area. Tale processo presenta un saldo incerto tra costi e benefici. Da un lato, la perdita del radicamento territoriale delle banche locali, dall'altro il recupero di efficienza nell'attività di intermediazione e nelle politiche del credito.

I processi di ristrutturazione lungo la direttrice Nord-Sud sembrano essere stati guidati non tanto da obiettivi di ampliamento e di diversificazione dell'attività di prestito, quanto piuttosto dalle potenzialità dei mercati del risparmio delle regioni del Mezzogiorno e dalle prospettive di sviluppo dell'offerta di servizi nel segmento *retail*, in virtù di una maggiore capacità di innovazione e di diversificazione dell'offerta di servizi diversi dal credito da parte delle banche nuove entranti.

L'intento di questa rassegna, limitata alla seconda parte degli anni Novanta è quello di evidenziare alcuni caratteri dei processi di consolidamento che hanno interessato il sistema bancario del Mezzogiorno e di valutarne gli effetti sull'evoluzione degli aggregati creditizi e sui mercati di raccolta, con particolare riguardo alla qualità del credito e alla riqualificazione dell'offerta.

4.1 Le trasformazioni delle strutture creditizie nel Mezzogiorno.

Le trasformazioni strutturali del sistema bancario del Mezzogiorno nel corso degli anni '90 possono essere valutate sotto molteplici prospettive. Di seguito vengono esaminati entità e direzione dei processi di integrazione e il loro impatto sulla struttura dei mercati regionali, guardando al numero di operazioni di concentrazione e agli effetti sulla configurazione delle reti di sportelli tradizionali

* A cura di A. Baglioni, G. Verga e A. Patarnello.

e sugli assetti patrimoniali delle banche appartenenti alle diverse aree geografiche del paese. Successivamente saranno ricavate, attraverso indicatori sintetici, alcune informazioni circa l'orientamento assunto su base geografica dai flussi di intermediazione per ipotizzarne le possibili relazioni con i processi di ristrutturazione attuati nei mercati bancari meridionali.

a) Le modifiche delle strutture creditizie

Le strutture bancarie nel Mezzogiorno sono state significativamente interessate nel corso degli anni '90 dal processo di concentrazione avvenuto sul piano nazionale.

Il processo è stato particolarmente intenso: secondo i dati pubblicati dalla Relazione annuale del Governatore, tra il 1990 e il 2001 le operazioni di fusione e di incorporazione tra banche hanno interessato il 13,7% dei fondi intermediati dal sistema; con riguardo alle operazioni relative ad acquisizioni di quote di maggioranza tale quota è stata pari nello stesso periodo al 33,2 %. In termini di numero, le acquisizioni hanno interessato prevalentemente banche di credito cooperativo, ed hanno spesso visto istituti del Sud in veste di banche target. La direzione assunta dai processi di aggregazione è stata motivata con la necessità di risolvere situazioni di crisi e con l'impossibilità di ricercarne le soluzioni all'interno dei mercati meridionali, per motivi ascrivibili alle ridotte dimensioni delle banche o a insufficienza dei requisiti patrimoniali e organizzativi necessari per operare le acquisizioni.

Se si esclude un numero minimo di operazioni, che per le caratteristiche di localizzazione non sono riconducibili ad una specifica area territoriale (15 operazioni), i processi di concentrazione hanno interessato banche target con chiara connotazione locale.

I processi di acquisizione che hanno coinvolto le banche meridionali sono risultati comparabili per numero al movimento di concentrazione realizzato nei mercati settentrionali, dove pure la dinamica della concentrazione è stata particolarmente intensa.

Nel periodo osservato, escludendo le operazioni intra-gruppo e quelle realizzate dai primi gruppi bancari nazionali (Unicredit, Intesa BCI e San Paolo IMI), la quota di acquisizioni sul totale è stata sostanzialmente simile a quella relativa ai mercati del Nord Italia (38,9% contro il 40,2%), ma il numero di operazioni di concentrazione nell'ambito regionale è stato del tutto marginale

(TAB. 4.1). E' da rilevare che i processi hanno interessato in modo intenso soprattutto alcune regioni (Sicilia, in primo luogo, e Puglia).

TAB. 4.1 – Operazioni di concentrazione per regioni e aree geografiche: 1990-2000 (1)

	N° acquisizioni		
	Totale	di cui all'interno dell'area	in %
Abruzzo	8	1	3,5
Molise	3	0	1,3
Campania	14	0	6,1
Puglia	16	4	7,0
Basilicata	6	0	2,6
Calabria	11	0	4,8
Sicilia	28	2	12,2
Sardegna	3	2	1,3
Altre (2)	15	0	6,6
<i>Totale Sud Italia</i>	<i>89</i>	<i>9</i>	<i>38,9</i>
<i>Totale Nord Italia</i>	<i>92</i>	<i>80</i>	<i>40,2</i>
<i>Totale Centro Italia</i>	<i>33</i>	<i>7</i>	<i>14,4</i>
<i>Totale Nazionale</i>	<i>229</i>	<i>105</i>	<i>100,0</i>

Fonte: nostre elaborazioni da L. Colombo e G. Turati, *Un'analisi territoriale dei processi di concentrazione nell'industria bancaria italiana*, mimeo, giugno 2002;

Note: (1) Sono escluse le operazioni relative ai tre principali gruppi (Unicredit, Intesa BCI, San Paolo IMI);
(2) Operazioni non riconducibili ad aree regionali specifiche.

b) L'evoluzione delle reti territoriali

L'evoluzione delle reti territoriali mostra di aver risentito degli effetti dei processi di concentrazione.

Per il complesso delle regioni meridionali, la crescita degli sportelli nella seconda parte degli anni '90 appare allineata a quella registrata dal sistema su base nazionale (TAB. 4.2); essa è tuttavia il risultato di dinamiche molto differenti all'interno dei mercati regionali; sulla crescita complessiva ha inoltre inciso in modo determinante il forte sviluppo delle reti territoriali in Sardegna, per effetto della trasformazione in sportelli a piena operatività di uffici di corrispondenza del Banco di Sardegna, operanti presso le casse comunali di credito agrario.

Solo nel caso di due regioni (Abruzzo e Molise) gli incrementi del numero di sportelli nel periodo sono risultati sensibilmente superiori ai valori medi del Nord. Dai profili di crescita è invece possibile desumere che i processi di

concentrazione si sono accompagnati ad interventi di razionalizzazione delle reti: le regioni meridionali che più intensamente sono state interessate da operazioni di acquisizione da parte di intermediari esterni all'area (Sicilia e Campania) sono infatti le stesse che hanno registrato gli incrementi più contenuti delle reti di sportelli.

TAB. 4.2 – Sportelli bancari: tassi di crescita 1997-2001

	97/96	98/97	99/98	00/99	01/00	media
Abruzzo	3,0	2,7	4,9	7,4	4,0	4,4
Molise	-0,9	6,6	2,7	8,6	8,7	5,1
Campania	0,0	2,0	2,4	2,6	2,6	1,9
Puglia	2,5	2,0	3,1	3,9	4,0	3,1
Basilicata	2,9	1,9	3,7	2,2	2,2	2,6
Calabria	3,5	3,0	3,3	2,1	4,0	3,2
Sicilia	1,1	0,6	0,2	1,0	2,9	1,2
Sardegna	4,6	63,1	-0,2	1,3	0,9	13,9
<i>Totale Sud Italia</i>	<i>1,7</i>	<i>6,0</i>	<i>2,0</i>	<i>2,8</i>	<i>3,1</i>	<i>3,1</i>
<i>Totale Nord Italia</i>	<i>4,0</i>	<i>3,6</i>	<i>3,6</i>	<i>3,9</i>	<i>3,7</i>	<i>3,8</i>
<i>Totale Centro Italia</i>	<i>3,8</i>	<i>3,0</i>	<i>4,0</i>	<i>5,0</i>	<i>4,8</i>	<i>4,1</i>
<i>Totale Nazionale</i>	<i>3,5</i>	<i>4,0</i>	<i>3,3</i>	<i>3,8</i>	<i>3,8</i>	<i>3,7</i>

Fonte: Banca d'Italia, *Sintesi delle note sull'andamento dell'economia delle regioni italiane*, vari anni.

Nel corso dell'ultimo decennio si è ridotta parallelamente anche la quota di sportelli localizzati nelle regioni meridionali, a fronte di una costante e sensibile concentrazione delle reti nei mercati settentrionali (TAB. 4.3).

**TAB. 4.3 – Sportelli bancari:
distribuzione per regioni e aree territoriali**

	1989		1996		2001		Quota % comuni bancati nel 2001
	Val. ass.	in %	Val. ass.	in %	Val. ass.	in %	
Abruzzo	310	1,99	463	1,90	574	1,96	56,1
Molise	62	0,40	107	0,44	137	0,47	33,8
Campania	717	4,61	1.348	5,52	1.483	5,07	62,8
Puglia	681	4,37	1.095	4,49	1.275	4,36	89,5
Basilicata	149	0,96	206	0,84	234	0,80	69,5
Calabria	296	1,90	424	1,74	496	1,70	49,4
Sicilia	1.305	8,38	1.591	6,52	1.687	5,77	89,0
Sardegna	201	1,29	373	1,53	649	2,22	88,9
<i>Totale Sud Italia</i>	<i>3.721</i>	<i>23,90</i>	<i>5.607</i>	<i>22,98</i>	<i>6.535</i>	<i>22,35</i>	<i>69,2</i>
<i>Totale Nord Italia</i>	<i>8.661</i>	<i>55,63</i>	<i>14.004</i>	<i>57,38</i>	<i>16.841</i>	<i>57,59</i>	<i>73,4</i>
<i>Totale Centro Italia</i>	<i>3.187</i>	<i>20,47</i>	<i>4.793</i>	<i>19,64</i>	<i>5.869</i>	<i>20,07</i>	<i>83,9</i>
<i>Totale Nazionale</i>	<i>15.569</i>	<i>100,0</i>	<i>24.404</i>	<i>100,0</i>	<i>29.245</i>	<i>100,0</i>	<i>73,3</i>

Fonte: Banca d'Italia, *Sintesi delle note sull'andamento dell'economia delle regioni italiane*, vari anni.

Per il complesso delle regioni meridionali, la quota di comuni serviti da strutture bancarie risulta peraltro sensibilmente inferiore rispetto alle altre grandi aree geografiche; le differenze tra regioni del Mezzogiorno sono ancora più marcate. La Puglia, unitamente a Sicilia e Sardegna presenta valori di copertura molto elevati; per le due regioni insulari, tuttavia, tale situazione può essere in parte motivata dal diverso regime amministrativo che ha contraddistinto l'apertura di dipendenze prima della liberalizzazione.

TAB. 4.4 – Sportelli bancari: indicatori di bancarizzazione

	Abitanti/Sportelli (1)		Kmq./ Sportelli		PIL/Sportelli(2)	
	1996	2000	1996	2000	1996	2000
Sud Italia	0,3	0,3	0,0	0,1	42,3	44,7
Nord Italia	0,5	0,6	0,1	0,1	38,7	39,3
Centro Italia	0,4	0,5	0,1	0,1	42,3	43,3
Totale Italia	0,4	0,5	0,1	0,1	40,3	41,3

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, *Sintesi delle note sull'andamento dell'economia delle regioni italiane*, vari anni; ISTAT, vari anni;

Note: (1) per ogni mille abitanti; (2) PIL a prezzi correnti in milioni di euro.

Gli indicatori di bancarizzazione nell'area (TAB. 4.4) evidenziano gli effetti della riallocazione delle reti territoriali a vantaggio dei mercati del Centro-Nord; il rapporto sportelli per abitante, sensibilmente più basso nelle regioni del Mezzogiorno a metà degli anni '90, e i rapporti di densità (relativi al numero di sportelli per kmq.) mostrano negli anni recenti miglioramenti molto più contenuti rispetto alla media nazionale e riflettono un evidente ampliamento del *gap* in termini di copertura del territorio rispetto ai mercati bancari del Nord Italia; indicazioni analoghe si ricavano dal rapporto tra sportelli e PIL regionale, che evidenzia una relativa inadeguatezza delle strutture bancarie del Mezzogiorno in confronto alle altre aree del paese, pur a fronte di tassi di sviluppo dell'attività economica nel periodo sostanzialmente comparabili (TAB. 4.4)

c) le strutture patrimoniali

Le dimensioni della ristrutturazione del sistema e la direzione dei processi di concentrazione sono visibili anche attraverso l'evoluzione delle strutture patrimoniali delle banche localizzate nelle due grandi aree geografiche del paese. Nella seconda metà degli anni '90 il consolidamento a favore delle istituzioni e dei gruppi bancari localizzati nel centro-nord si è tradotto in una marcata redistribuzione delle dotazioni di capitale: a fine 2001 il patrimonio di vigilanza consolidato delle banche con sede legale nel Mezzogiorno si è più che dimezzato

in percentuale dell'ammontare totale di mezzi patrimoniali a disposizione del sistema passando dal 6,8% al 3% del totale (TAB. 4.5).

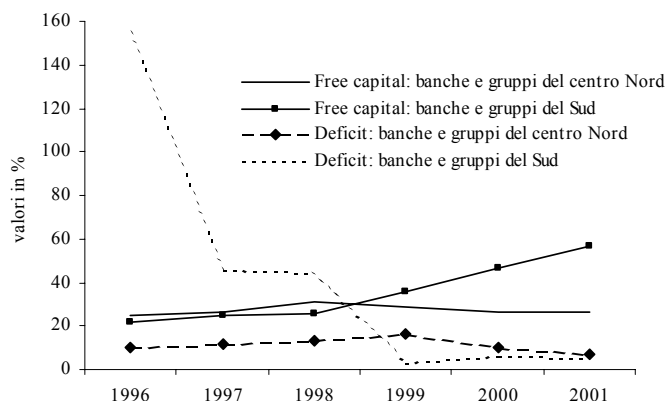
TAB. 4.5 – Patrimonio di base e supplementare consolidato: distribuzione per gruppi di banche (valori in miliardi di lire; dal 1999 valori in milioni di euro)

	Banche e gruppi del Centro Nord		Banche e gruppi del Mezzogiorno		Totale sistema
	Val. ass.	in %	Val. ass.	in %	Val. ass.
1996	163,4	93,2	12,0	6,8	175,5
1997	172,7	93,6	11,9	6,4	184,6
1998	175,0	94,1	10,9	5,9	185,8
1999	88,0	93,7	6,0	6,3	94,0
2000	93,0	96,1	3,8	3,9	96,7
2001	99,4	97,0	3,1	3,0	102,5

Fonte: Banca d'Italia, *Relazione annuale - Appendice*, vari anni.

L'evoluzione degli indicatori di adeguatezza patrimoniale conferma tuttavia che la riallocazione degli assetti proprietari è principalmente espressione del processo di risanamento delle banche meridionali. E' noto, infatti, che le operazioni di acquisizione di istituzioni meridionali nella seconda metà degli anni '90 hanno rappresentato, in alcuni casi, la soluzione di crisi aziendali di differenti dimensioni e complessità, e, in altri, lo strumento per l'uscita dal mercato di istituzioni marginali. Ne è derivata una sensibile riduzione dei fabbisogni patrimoniali e del numero delle banche deficitarie nonché, come effetto degli interventi di risanamento, la liberazione di capitale per sostenere le politiche di crescita delle residue banche dell'area (FIG. 4.1).

FIG. 4.1 – Free capital e deficit patrimoniali
(in percentuale del patrimonio consolidato)



Fonte: Banca d'Italia, *Relazione annuale - Appendice*, vari anni.

d) gli indicatori di intermediazione

Gli obiettivi e gli effetti reali dei processi di ristrutturazione che hanno coinvolto i mercati bancari del Sud Italia sono oggetto di dibattito. Ci si chiede, da un lato, se l'ingresso nel mercato di nuovi operatori abbia avuto un impatto sulla distribuzione dei flussi di prestiti e sulla qualità del credito; dall'altro se esso non sia stato dettato dall'attrattiva esercitata dai mercati del risparmio quindi da valutare in termini di qualità dei servizi di intermediazione offerti.

Alcune indicazioni in ordine alla direzione impressa dai processi di consolidamento possono essere desunte dall'andamento del rapporto impieghi/depositi su base regionale. Anche se le informazioni ricavabili da tale indicatore hanno valore parziale, in quanto non include la raccolta obbligazionaria (che nel periodo osservato ha alimentato in modo significativo la provvista del sistema e per la quale non sono disponibili dati disaggregati a livello locale), è possibile assumere che bassi valori del rapporto prestiti/depositi identifichino il mercato regionale come bacino di raccolta che canalizza risorse verso impieghi esterni al mercato stesso.

TAB. 4.6 – Rapporto impieghi/depositi per regioni e aree geografiche (1)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Abruzzo	1,08	1,16	1,19	1,16	1,21	1,16
Molise	1,00	1,12	1,22	1,33	1,44	1,40
Campania	0,84	1,05	1,03	1,02	0,99	0,90
Puglia	0,87	0,96	0,99	0,99	1,04	1,00
Basilicata	0,97	1,12	1,27	1,31	1,36	1,26
Calabria	0,87	0,88	0,97	0,99	1,04	1,03
Sicilia	1,04	1,06	1,16	1,23	1,20	1,15
Sardegna	1,02	1,06	1,17	1,18	1,29	1,29
<i>Totale Sud Italia</i>	<i>0,93</i>	<i>1,03</i>	<i>1,08</i>	<i>1,09</i>	<i>1,11</i>	<i>1,06</i>
<i>Totale Nord Italia</i>	<i>1,87</i>	<i>2,23</i>	<i>2,38</i>	<i>2,36</i>	<i>2,63</i>	<i>2,65</i>
<i>Totale Centro Italia</i>	<i>3,20</i>	<i>3,63</i>	<i>3,46</i>	<i>2,98</i>	<i>2,92</i>	<i>3,04</i>
<i>Totale Italia (senza obbl.)</i>	<i>1,20</i>	<i>1,38</i>	<i>1,47</i>	<i>1,44</i>	<i>1,56</i>	<i>1,56</i>
<i>Totale Italia (con obbl.)</i>	<i>0,94</i>	<i>0,98</i>	<i>0,99</i>	<i>1,02</i>	<i>1,07</i>	<i>1,06</i>

Fonte: Banca d'Italia, *Sintesi delle note sull'andamento dell'economia delle regioni italiane*, vari anni;

Note: (1) I depositi non comprendono la raccolta obbligazionaria.

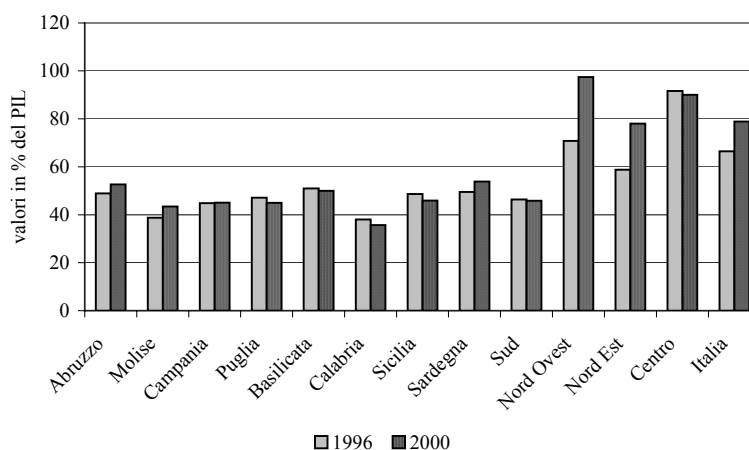
Per il biennio 1996-1997, presumibilmente in coincidenza con la fase più intensa della ristrutturazione del sistema, sembra potersi desumere dall'indicatore un ruolo complessivo delle aree del Mezzogiorno soprattutto come mercati di

raccolta; tale ruolo sembra confermato dal confronto con i valori espressi dall'indicatore negli altri grandi raggruppamenti territoriali. Nell'intero periodo di osservazione alcune regioni (specificamente Campania, Puglia e Calabria) mostrano peraltro una più marcata caratterizzazione come mercati di raccolta rispetto alle restanti aree del Mezzogiorno (TAB. 4.6).

4.2. L'attività di prestito nei mercati bancari meridionali

La trasformazione delle strutture creditizie del Mezzogiorno sembra accompagnarsi a differenti dinamiche degli aggregati di credito e a processi di ricomposizione sensibili dei prestiti bancari tra aree geografiche.

FIG. 4.2 – Prestiti bancari per regioni e aree geografiche
(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, *Sintesi delle note sull'andamento dell'economia delle regioni italiane*, vari anni; ISTAT, vari anni.

L'andamento dei prestiti bancari in rapporto al PIL nelle aree del Mezzogiorno è risultato in leggera flessione nella seconda parte degli anni Novanta a fronte di una rilevante dinamica positiva su base nazionale e, più ancora, nelle aree settentrionali del paese (FIG. 4.2). Nell'ambito di questa tendenza generale le differenze tra mercati regionali dei prestiti sono marcate e alcuni mercati appaiono contraddistinti nel periodo in esame da una maggiore vivacità: l'incremento del rapporto prestiti/PIL è infatti significativo e costante

per i mercati di Abruzzo e Molise e per la Sardegna, come presumibile effetto del dinamismo di alcuni comparti industriali, nel primo caso, e del settore dei servizi legati al turismo nel secondo.

Tra il 1996 e il 2001 si è però complessivamente ridotta la quota di prestiti bancari indirizzata ad imprese dell'area meridionale (-3,0 punti) e centrale (-4,5 punti) a vantaggio dei mercati del Nord Italia. La marcata redistribuzione a favore delle aree settentrionali, nell'ordine di 7,6 punti percentuali, sembra avvalorare l'ipotesi che l'espansione nei mercati del Centro-Sud si sia tradotta in una sostanziale canalizzazione di risorse finanziarie verso prenditori localizzati nei mercati del Nord Ovest e del Nord Est del paese, in aree, cioè, contraddistinte da una dinamica produttiva più sostenuta e da un migliore profilo di rischio dei debitori, ed abbia interessato in modo omogeneo tutte le regioni meridionali (TAB. 4.7).

TAB. 4.7 – Prestiti bancari per regioni e aree geografiche
(valori in miliardi di lire per il 1996; valori in milioni di euro per il 1999 e il 2001)

	1996		1999		2001	
	Val. ass.	in %	Val. ass.	in %	Val. ass.	in %
Abruzzo	17,7	1,4	10,6	1,3	11,7	1,2
Molise	3,3	0,3	2,0	0,2	2,4	0,2
Campania	53,9	4,3	33,9	4,1	35,3	3,6
Puglia	41,9	3,3	23,6	2,9	25,5	2,6
Basilicata	7,1	0,6	4,2	0,5	4,3	0,4
Calabria	15,6	1,2	8,9	1,1	9,5	1,0
Sicilia	53,5	4,2	31,5	3,8	31,6	3,2
Sardegna	20,1	1,6	12,2	1,5	14,3	1,5
<i>Totale Sud Italia</i>	<i>213,0</i>	<i>16,8</i>	<i>126,9</i>	<i>15,4</i>	<i>134,5</i>	<i>13,8</i>
<i>Totale Nord Italia</i>	<i>691,8</i>	<i>54,7</i>	<i>490,4</i>	<i>59,7</i>	<i>609,1</i>	<i>62,3</i>
<i>Totale Centro Italia</i>	<i>359,6</i>	<i>28,4</i>	<i>204,4</i>	<i>24,9</i>	<i>234,1</i>	<i>23,9</i>
<i>Totale Nazionale</i>	<i>1.264,4</i>	<i>100,0</i>	<i>821,6</i>	<i>100,0</i>	<i>977,7</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Banca d'Italia, *Sintesi delle note sull'andamento dell'economia delle regioni italiane*, vari anni.

La dinamica degli impieghi al netto delle sofferenze nel periodo osservato, tuttavia, conferma le differenze all'interno dei mercati meridionali. Gli impieghi totali mostrano tassi di crescita differenziati su base regionale, non molto difforni per alcune regioni dai valori di incremento medi registrati a livello nazionale. Gli impieghi indirizzati al settore industriale, in particolare, presentano incrementi sostenuti e costanti soprattutto in alcune regioni (Puglia e Sardegna, in primo

luogo), presumibilmente a ragione del dinamismo di alcuni comparti industriali e di settori, quale quello dei servizi, che connotano il tessuto produttivo dell'area (TAB. 4.8/a e 4.8/b).

TAB. 4.8/a – Impieghi netti totali: variazioni annue (1)
(valori percentuali)

	97/96	98/97	99/98	00/99	01/00	Media 97-01
Abruzzo	4,4	5,4	6,0	10,1	5,3	6,2
Molise	1,6	6,7	7,1	12,8	9,5	7,5
Campania	6,1	-0,3	10,5	5,4	5,4	5,4
Puglia	5,5	4,9	3,9	10,4	5,3	6,0
Basilicata	10,5	4,1	7,4	7,1	0,6	5,9
Calabria	1,7	7,5	4,4	4,7	7,5	5,2
Sicilia	2,7	6,0	9,8	9,7	5,6	6,8
Sardegna	-0,2	9,8	7,5	10,1	7,9	7,0
Totale nazionale	5,4	6,0	9,5	13,9	7,5	8,5

Fonte: Banca d'Italia, *Sintesi delle note sull'andamento dell'economia delle regioni italiane*, vari anni;

Note: (1) Per il 1997 e il 1998 il dato regionale è al lordo delle sofferenze, comprese le posizioni in sofferenze di Sicilcassa in liquidazione; esclude gli importi relativi a Banco di Napoli e ISVEIMER.

TAB. 4.8/b – Impieghi netti all'industria: variazioni annue (1)
(valori percentuali)

	97/96	98/97	99/98	00/99	01/00	Media 97-01
Abruzzo	9,4	3,3	0,6	8,5	2,3	4,8
Molise	5,8	8,5	8,6	18,6	-0,6	8,2
Campania	10,1	2,6	2,7	15,1	1,4	6,4
Puglia	10,9	10,4	9,9	10,6	11,0	10,6
Basilicata	18,0	9,0	6,6	8,1	-5,5	7,2
Calabria	5,9	7,9	0,9	13,6	17,1	9,1
Sicilia	9,7	12,8	8,4	11,1	6,1	9,6
Sardegna	-2,9	28,4	3,0	20,4	7,3	11,2
Totale nazionale	n.d.	n.d.	4,1	12,1	7,0	n.d.

Fonte: Banca d'Italia, *Sintesi delle note sull'andamento dell'economia delle regioni italiane*, vari anni;

Note: (1) Per il 1997 e il 1998 il dato regionale è al lordo delle sofferenze, comprese le posizioni in sofferenze di Sicilcassa in liquidazione; esclude gli importi relativi a Banco di Napoli e ISVEIMER.

4.3 La rischiosità del credito: differenze tra regioni

L'analisi della qualità degli impieghi bancari è un importante punto di partenza per cercare di spiegare le diversità, riscontrabili tra una regione e l'altra del paese, relative alla disponibilità e al costo del credito bancario. Un indicatore largamente utilizzato per valutare la rischiosità insita nell'attività di prestito è il rapporto tra sofferenze e impieghi. Dalla TAB. 4.9 emergono anzitutto importanti differenze tra le macroregioni italiane: nel 2001, a fronte di un rapporto del 2,5% nel Nord, osserviamo un valore quasi doppio nel Centro e notevolmente più elevato nel Sud e nelle Isole: 12,5 % e 16,6% rispettivamente. Questi dati mostrano una marcata differenza, in termini di rischiosità, tra l'erogazione del credito nel Nord del paese e nel Mezzogiorno. L'analisi dei flussi di nuove sofferenze (rettificate) conduce allo stesso risultato: la loro incidenza sugli impieghi è stata, nel 2001, pari allo 0,6-0,7% nel Nord, mentre ha raggiunto l'1,9-1,6% nel Sud e nelle Isole. Le stesse differenze emergono dai dati relativi al 1996, anno in cui il rapporto sofferenze/impieghi era sensibilmente più elevato, rispetto all'anno appena trascorso, anche a livello nazionale.

TAB. 4.9 – Rapporto sofferenze/impieghi

	1996	2001
<i>Nord-Ovest</i>	5,6	2,5
<i>Nord-Est</i>	6,2	2,5
<i>Centro</i>	9,2	4,9
<i>Sud</i>	21,6	12,5
Abruzzo	16,1	8,2
Molise	22,2	9,3
Campania	22,1	10,7
Puglia	21,4	13,7
Basilicata	23,5	19,1
Calabria	25,5	18,9
Isole	27,2	16,6
Sicilia	31,8	18,0
Sardegna	15,0	13,6
<i>Italia</i>	9,8	4,7

Fonte: Banca d'Italia, *Sintesi delle note sull'andamento dell'economia delle regioni italiane - Appendice.*

D'altra parte, un approfondimento dell'analisi a livello regionale consente di cogliere significative diversità all'interno dell'area meridionale: in Abruzzo e in

Molise il rapporto sofferenze/impieghi presenta valori nettamente inferiori rispetto alla Calabria ed alla Basilicata. La Sicilia si colloca tra le regioni dove il rischio di credito è più elevato.

Anche la struttura finanziaria delle imprese fornisce utili indicazioni in merito alla rischiosità dei prestiti: un elevato livello d'indebitamento e/o una composizione delle passività sbilanciata verso il breve termine segnalano una situazione di fragilità finanziaria, alla quale le banche guardano con preoccupazione nella fase in cui valutano se erogare un finanziamento. La TAB. 4.10 evidenzia un livello d'indebitamento delle imprese meridionali - misurato come rapporto tra debiti finanziari e valore aggiunto - significativamente maggiore rispetto a quelle settentrionali: anche questo indicatore punta quindi ad una maggiore rischiosità dell'attività bancaria nel Mezzogiorno rispetto al resto del paese. Dalla composizione delle passività delle imprese emerge una prevalenza del ricorso all'indebitamento bancario, persistente nel tempo e diffusa su tutto il territorio nazionale. Inoltre, i finanziamenti bancari sono concentrati sugli strumenti a breve termine: questa caratteristica però appare più marcata al Nord che nel Mezzogiorno.

TAB. 4.10 – Struttura finanziaria delle imprese

	Debiti bancari/ debiti totali		Debiti bancari breve/ debiti bancari totali		Debiti/ Valore aggiunto	
	1997	2000	1997	2000	1997	2000
Nord Ovest	64,5	61,9	68,1	70,6	104,1	115,3
Nord Est	70,8	71,1	70,4	68,4	125,3	135,9
Centro	60,3	58,7	54,0	64,2	113,9	133,2
Sud e Isole	72,5	73,5	56,8	56,1	131,8	150,3
Italia	65,4	64,1	63,7	67,0	113,4	127,0

Fonte: Banca d'Italia, *Sintesi delle note sull'andamento dell'economia delle regioni italiane*.

In caso di inadempienza del debitore, i tempi di recupero dei crediti rappresentano un elemento importante per i creditori. Dalla TAB. 4.11 emergono significative differenze tra le macroregioni: in particolare, le procedure fallimentari e quelle esecutive (immobiliari) presentano tempi più lunghi nel Centro-Sud rispetto al Nord. La protezione per via legale dei diritti dei creditori si presenta quindi più difficoltosa nelle regioni centro-meridionali che in quelle settentrionali. Al contrario le procedure stragiudiziali - alle quali le parti ricorrono proprio per evitare le lungaggini e i costi del ricorso alla sede legale - richiedono tempi omogenei su tutto il territorio nazionale.

TAB 4.11 – Tempi delle procedure di recupero (anni)

	Nord-Ovest	Nord-Est	Centro	Sud e Isole	Italia
Procedure esecutive mobiliari	2,8	2,3	2,6	3,1	2,8
Procedure esecutive immobiliari	5,8	5,3	6,6	7,1	6,3
Concordati preventivi	7,4	6,0	6,2	5,4	6,2
Procedure fallimentari	6,4	6,0	7,3	7,3	6,8
Accordi privatistici	2,3	2,0	2,4	2,3	2,1

Fonte: Banca d'Italia, *Indagine sull'attività di recupero dei crediti*. Anno di rilevazione: 1999.

La maggiore rischiosità dell'attività bancaria nel Mezzogiorno si riflette nelle condizioni a cui le imprese meridionali accedono al finanziamento bancario. Si considerino in particolare le differenze territoriali relative a: (i) costo dell'intermediazione bancaria; (ii) disponibilità del credito bancario; (iii) struttura del rapporto di finanziamento banca-impresa.

4.4 Rischio e costo del credito

La TAB. 4.12 riporta i tassi bancari attivi e passivi (ed il relativo differenziale). Si nota come il costo del credito sia significativamente più elevato al Sud e nelle Isole rispetto al Centro-Nord. All'interno dell'area meridionale, emergono differenze interessanti: i tassi attivi più bassi sono rilevati in Abruzzo, mentre all'estremo opposto troviamo la Calabria; come abbiamo notato più sopra, queste due regioni si pongono agli estremi opposti anche in relazione al rischio di credito (rapporto sofferenze/impieghi). Peraltro, i tassi passivi non mostrano significative differenze territoriali. Sembra quindi difficile attribuire i diversi valori dello *spread* tra tassi attivi e passivi ad un diverso potere di mercato delle banche operanti nel Mezzogiorno rispetto a quelle operanti nel Nord; il maggiore livello della "forbice" nelle regioni meridionali sembra rispecchiare un più elevato livello di rischio nell'attività di prestito, che si riflette nei tassi d'interesse applicati alla clientela.

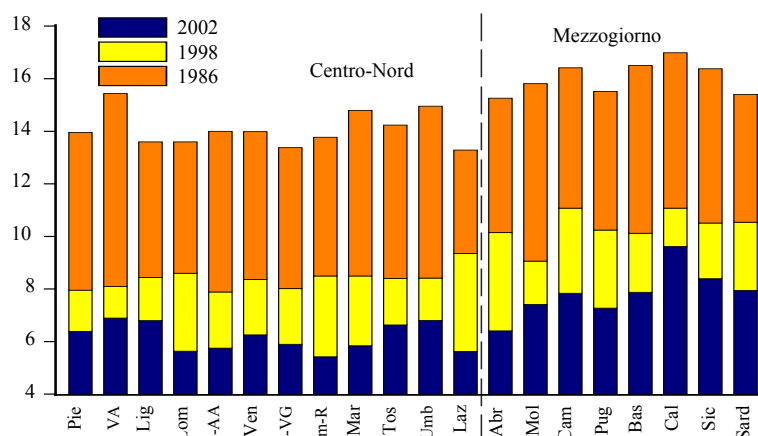
TAB. 4.12 – Tassi bancari attivi e passivi: anno 2001

	Tassi attivi (1)	Tassi passivi (2)	Differenziale
Nord Ovest	5,7	1,7	4,0
Nord Est	6,3	1,8	4,5
Centro	6,4	2,0	4,4
Sud	8,0	1,6	6,4
Abruzzo	7,6	1,5	6,1
Molise	8,2	1,5	6,7
Campania	8,0	1,6	6,4
Puglia	7,9	1,7	6,2
Basilicata	8,3	1,7	6,6
Calabria	9,4	1,5	7,9
Isole	7,7	1,9	5,8
Sicilia	7,6	2,0	5,6
Sardegna	7,9	1,7	6,2
Italia	6,1	1,8	4,3

Fonte: Banca d'Italia, *Sintesi delle note sull'andamento dell'economia delle regioni italiane - Appendice*;

Note: (1) Tassi medi sui finanziamenti a breve termine; (2) Tassi sui depositi a risparmio e in conto corrente.

Guardando all'evoluzione temporale dei tassi attivi (FIG. 4.3), emergono differenze molto significative *anche all'interno* degli stessi Centro-Nord e Mezzogiorno, e tali differenze sembrano addirittura accentuarsi nel corso degli ultimi anni. Non sembra corretto parlare di un "Mezzogiorno" come di un'entità omogenea.

FIG. 4.3 – L'evoluzione dei tassi attivi all'industria nelle diverse regioni


Fonte: Banca d'Italia.

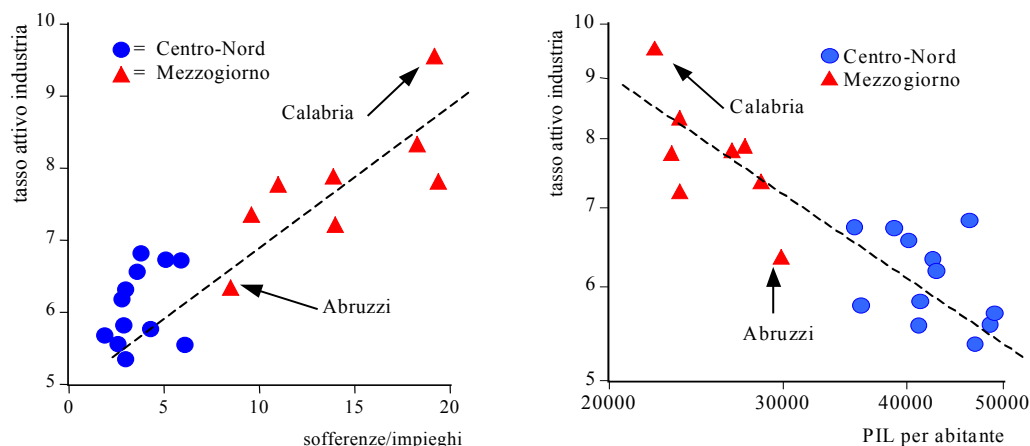
E' la stessa teoria economica a suggerire che il costo del credito – anche a parità di banca erogante – dipende dalla *qualità* della clientela: clienti più rischiosi pagano tassi più alti e, a parità di condizioni, ricevono meno credito (sono più facilmente razionati). D'altra parte, se è vero che i tassi sono tendenzialmente più alti nelle regioni dove più elevato è il rapporto sofferenze/impieghi, è anche vero che questo indice di rischiosità è più elevato dove più bassi sono il PIL pro-capite e l'occupazione (TAB. 4.13); in altri termini, i tassi sono alti dove l'economia va meno bene.

**TAB. 4.13 – Coefficienti di correlazione
dei valori regionali dei tassi attivi
con:**

Sofferenze/ impieghi	-0,88
PIL/abitanti	-0,83
Occupati	-0,83
Disoccupati	0,89

Vi sono quindi delle “condizioni ambientali” che contribuiscono a determinare la rischiosità della clientela nelle diverse regioni: le regioni più povere sono più rischiose e i tassi sono più alti (FIG. 4.4). Un certo differenziale di tassi è quindi ineliminabile. Sistema bancario più efficiente significa tassi uguali a parità di rischio, non tassi uguali a clienti di diverso rischio; anzi, se questo avvenisse, la capacità selettiva delle banche sarebbe bassa. La conseguenza di questa affermazione è che un'evoluzione dei tassi coerente con una maggiore efficienza del sistema porta verso una realtà in cui i tassi praticati nelle diverse regioni tendono sempre meno ad essere legati all'appartenenza o meno di quella regione al Mezzogiorno *in quanto tale*, (omogeneizzazione fra le macroaree); le condizioni praticate dalle banche nelle diverse regioni dipenderanno sempre più dalle caratteristiche proprie della clientela *in* quella regione, indipendentemente dal fatto che essa si trovi al Sud o al Nord del paese. In questo modo, però, i differenziali tra le diverse regioni non spariranno affatto, semplicemente saranno più legati alle effettive condizioni locali.

FIG. 4.4 – Tassi sui prestiti alle imprese, soff./imp. e PIL per abitante



Fonte: Banca d'Italia, ISTAT e nostre elaborazioni

La FIG. 4.4 illustra l'ipotesi: i tassi attivi per regione sono più alti dove il rischio è più elevato (dove l'economia è più arretrata) e gli alti valori nelle regioni del Mezzogiorno dipendono soprattutto dal fatto che, *in quelle* regioni la rischiosità è maggiore. La *relazione* tra tasso e rischio però è *unica* in tutto il paese: non per niente in Abruzzo, una regione del Sud con buono sviluppo economico, i tassi attivi sono bassi.

4.5 Disponibilità del credito e rapporto banca-impresa

Notoriamente, un più elevato rischio di credito può riflettersi sia in un maggiore costo dei finanziamenti, sia in una minore disponibilità degli stessi: la teoria economica ha dimostrato come la reazione del sistema bancario al rischio di credito può essere quella di razionare la clientela richiedente attraverso una limitazione della quantità disponibile, piuttosto che aumentare il tasso d'interesse applicato. E' altrettanto noto che una misurazione diretta del razionamento del credito è impossibile, poiché i dati consentono di osservare solo i volumi effettivi, non la quantità di credito domandata dalle imprese: un eventuale eccesso di domanda non è quindi rilevabile direttamente dall'osservazione empirica. Occorre quindi utilizzare degli indicatori indiretti. Uno di questi è il rapporto tra credito utilizzato e accordato: un più elevato livello di questo rapporto segnala una situazione di maggiore tensione tra domanda e offerta di credito.

La TAB. 4.14 fornisce alcune indicazioni interessanti al riguardo. Rispetto al Nord, le macroregioni Centro e Sud-Isole presentano valori più elevati del rapporto tra credito utilizzato e accordato. In alcuni casi tale rapporto raggiunge livelli particolarmente alti, che indicano una situazione di tensione tra domanda e offerta di credito: ciò si verifica nei settori dell'agricoltura e delle costruzioni al Centro-Sud, nonché per le imprese di maggiore dimensione al Sud. Vi è quindi qualche evidenza, seppure indiretta, che eventuali fenomeni di razionamento del credito siano più pronunciati nelle regioni meridionali (e centrali) del paese rispetto a quelle settentrionali.

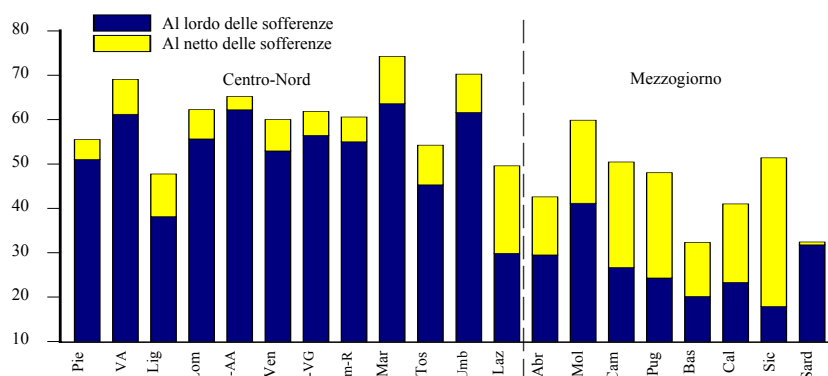
TAB 4.14 – Rapporto tra credito utilizzato e accordato
(esposizioni a breve termine - 2001)

	Nord	Centro	Sud e Isole	Italia
<i>Ramo</i>				
Agricoltura	68,3	83,8	88,7	74,1
Industria	48,9	53,6	61,0	50,7
Costruzioni	64,9	78,6	73,1	69,0
Servizi	60,6	63,6	66,8	61,8
<i>Classi di accordato (milioni di euro)</i>				
77,5 – 129,1	45,3	51,9	56,0	48,0
129,1 – 516,5	51,2	57,4	58,3	53,3
516,5 – 25.822,9	54,0	61,6	66,1	56,5
Oltre 25.822,9	58,7	59,7	75,3	59,8
<i>Totale</i>	<i>54,9</i>	<i>60,2</i>	<i>66,0</i>	<i>57,0</i>

Fonte: Banca d'Italia, *Sintesi delle note sull'andamento dell'economia delle regioni italiane*.

L'ammontare del credito, già relativamente più scarso nel Meridione, lo è diventato ancora di più dal 1998 al 2002; occorre però sottolineare che parte di questa riduzione è solo apparente. Come risulta dalla FIG. 4.5, che riporta la crescita degli impieghi (al netto della PA e delle imprese finanziarie) nelle varie regioni - sia complessiva sia al netto delle sofferenze - parte della scarsa crescita del credito nelle regioni meridionali è solo il risultato di una sorta di "bonifica" dei *bad loans*. La crescita, cioè, è stata più bassa, dove le banche si sono disfatte dei vecchi crediti in sofferenza, senza un effetto particolarmente determinante sulle nuove erogazioni.

FIG. 4.5 – Crescita regionale (2002/1998) dei prestiti alle imprese, al netto e al lordo delle sofferenze



Fonte: Banca d'Italia e nostre elaborazioni

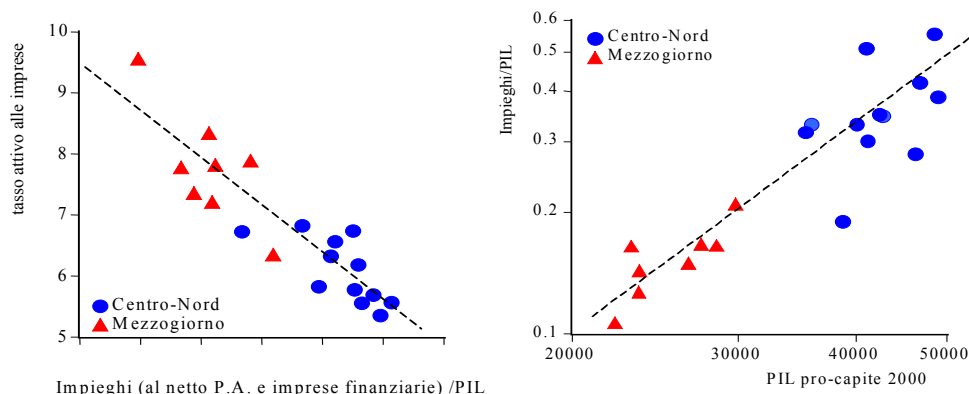
Anche nel caso degli impieghi, inoltre, come nel caso dei tassi, il loro ammontare relativo riflette alcune tra le principali caratteristiche reali del sistema locale: dove l'economia è meno sviluppata, non solo i tassi risultano più elevati per compensare il maggior rischio, ma il volume di credito, espresso sia in percentuale del PIL sia in percentuale della raccolta bancaria, è più basso (TAB. 4.15).

TAB. 4.15 – Coefficienti di correlazione dei valori regionali del rapporto impieghi/PIL con:

Impieghi/ raccolta	0,80
Tasso attivo imprese	-0,88
Sofferenze/ impieghi	-0,85
PIL/abitante	0,88

Ovviamente rimane aperta la questione se il credito sia basso perché sono alti i tassi (bassa domanda), o se il credito sia basso anche perché le banche tendono a razionare la clientela come misura aggiuntiva di difesa dal rischio (bassa offerta). In ogni caso, qualunque ne sia la causa, un legame tra ammontare del credito e condizioni economiche locali esiste ed è forte; inoltre, anche qui - si veda la FIG. 4.6 come esempio - *la relazione* intercorrente tra le variabili sembra essere la stessa nelle due zone del paese.

FIG. 4.6 – Impieghi/PIL, tassi sui prestiti alle imprese e PIL per abitante

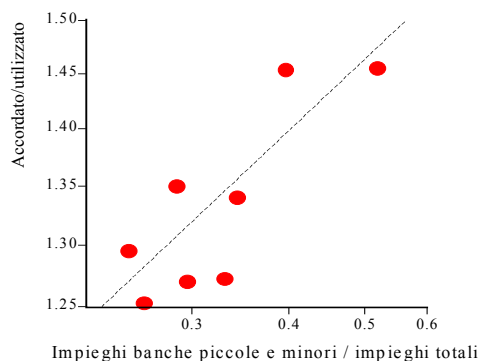


Fonte: Banca d'Italia, ISTAT e nostre elaborazioni.

Resta inoltre da stabilire, in caso di basse erogazioni, quale sia la clientela più penalizzata. A questo proposito si può ricordare la tesi, già sollevata qualche anno fa da due studiosi del problema del credito nel Mezzogiorno, secondo la quale i provvedimenti di riduzione del rischio attuati nelle regioni meridionali hanno penalizzato la clientela più piccola le cui condizioni di rischio sono più difficilmente valutabili.

Qui, a puro titolo informativo, si può osservare - anche se è difficile stabilire se il fenomeno sia una semplice coincidenza piuttosto che un fatto sistematico - che, all'interno delle regioni del Mezzogiorno, il rapporto accordato/utilizzato è più alto dove maggiore è la quota di impieghi erogati dalle banche "piccole e minori" (FIG. 4.7).

FIG. 4.7 – Rapporto accordato/utilizzato nelle regioni del Mezzogiorno e quota degli impieghi delle banche piccole e minori.



Fonte: Banca d'Italia e nostre elaborazioni

Infine, prendiamo in considerazione l'ipotesi che la reazione delle banche al più elevato rischio di credito è (anche) quella di una maggiore frammentazione del rapporto con le imprese, al fine di sfruttare un effetto-diversificazione. Se così fosse, dovremmo osservare un maggiore numero di banche per soggetto affidato nelle regioni meridionali rispetto al resto del paese. Tuttavia, i dati riportati nella TAB. 4.16 non confermano questa ipotesi. Da essi emerge come il numero medio di banche per affidato è sostanzialmente simile, in ciascuna classe dimensionale, in tutte le macroregioni italiane. Si nota anzi, nelle Isole ed in misura minore al Sud, una maggiore concentrazione del rapporto per le imprese di dimensione più elevata. D'altra parte, la dinamica realizzatasi negli ultimi quattro anni suggerisce che, nelle classi dimensionali più elevate, il numero di banche per affidato è significativamente diminuito nelle regioni del Centro-Nord, mentre la riduzione nelle regioni meridionali è stata meno pronunciata: la tendenza verso una maggiore concentrazione del rapporto banca-impresa sembra essere più debole al Sud rispetto al resto del paese. Nel complesso, quindi, i dati relativi al pluri affidamento non consentono di trarre conclusioni definitive.

TAB. 4.16 – Pluriaffidamento: numero medio di banche per affidato al dicembre 2001

Classi di accordato (migliaia di euro)	Nord-Ovest	Nord-Est	Centro	Sud	Isole	Italia
77,4 – 129,1	1,00	1,01	1,00	1,00	1,00	1,00
129,1 – 258,2	1,17	1,19	1,19	1,20	1,21	1,18
258,2 – 516,5	1,74	1,74	1,80	1,77	1,71	1,75
516,5 – 2.582,3	2,87	2,84	3,01	2,89	2,52	2,88
2.582,3 – 5.164,6	4,68	4,84	5,06	4,69	3,80	4,77
5.164,6 – 25.822,8	6,64	7,07	6,65	6,25	4,87	6,69
Oltre 25.822,8	10,35	12,06	10,86	9,19	7,82	10,80

Fonte: Banca d'Italia, *Quadro di sintesi del Bollettino Statistico*.

4.6 L'attività di raccolta e i servizi di gestione del risparmio

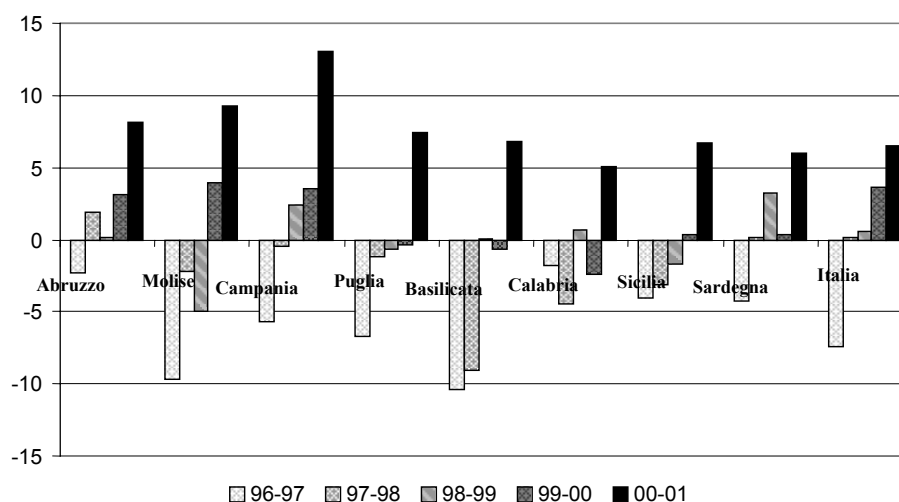
Com'è stato ricordato nelle premesse, le politiche di espansione delle banche italiane nelle aree del Mezzogiorno hanno trovato spesso motivazione nelle superiori possibilità di crescita dei mercati di raccolta e nelle opportunità offerte ad istituzioni contraddistinte da un'elevata propensione all'innovazione di

sviluppare presso i segmenti al dettaglio il collocamento di prodotti di gestione del risparmio.

L'evoluzione dell'aggregato dei depositi nelle regioni meridionali, al netto della componente obbligazionaria, sembra confermare tale tesi (FIG. 4.8).

Il profilo di crescita della raccolta tradizionale rispecchia per tutte le regioni esaminate l'andamento registrato nella seconda parte degli anni '90 dal mercato nazionale; soprattutto negli anni più recenti, contraddistinti da tassi di variazione contenuti almeno per alcune componenti della raccolta tradizionale, i mercati del Mezzogiorno mostrano incrementi dell'aggregato stabilmente più elevati rispetto ai valori riferiti al mercato nazionale; la dinamica di crescita appare relativamente più vivace per alcune regioni (Abruzzo, Molise e Campania)

FIG. 4.8 – Depositi totali: variazioni annue (valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, *Sintesi delle note sull'andamento dell'economia delle regioni italiane*, vari anni

Analogamente alla tendenza registrata a livello nazionale, la componente dei depositi in conto corrente risulta anche nell'area meridionale contraddistinta da tassi di crescita elevati. Sotto questo profilo, la diffusione dei conti correnti nelle regioni del Mezzogiorno può essere assunta come un indicatore della propensione delle banche ad intensificare l'attività di servizio collegata al rapporto di conto corrente. L'aumento costante registrato dalla quota dei depositi in conto corrente sulla raccolta tradizionale può essere interpretato oltre che come

un generico indicatore del grado di bancarizzazione dell'area, anche come elemento distintivo di una propensione a diversificare la composizione degli attivi finanziari indotta dal comportamento di banche entrate a seguito di operazioni di acquisizione (TAB. 4.17).

TAB. 4.17 – Depositi totali: quota dei depositi in conto corrente
(valori percentuali)

	1996		1998		2001	
	C/c	Altri depositi	C/c	Altri depositi	C/c	Altri depositi
Abruzzo	41,4	58,6	53,2	46,8	58,4	41,6
Molise	38,9	61,1	55,0	45,0	65,0	35,0
Campania	43,6	56,4	59,6	40,4	64,0	36,0
Puglia	29,8	70,2	44,6	55,4	54,7	45,3
Basilicata	28,5	71,5	45,0	55,0	55,5	44,5
Calabria	34,5	65,5	47,5	52,5	59,0	41,0
Sicilia	35,8	64,2	47,5	52,5	58,0	42,0
Sardegna	56,2	43,8	63,4	36,6	70,4	29,6
<i>Totale Sud Italia</i>	<i>38,6</i>	<i>61,4</i>	<i>52,2</i>	<i>47,8</i>	<i>60,4</i>	<i>39,6</i>
<i>Totale Nord Ovest</i>	<i>57,5</i>	<i>45,6</i>	<i>76,6</i>	<i>27,6</i>	<i>74,2</i>	<i>27,8</i>
<i>Totale Nord Est</i>	<i>45,7</i>	<i>32,7</i>	<i>67,1</i>	<i>25,3</i>	<i>69,2</i>	<i>25,1</i>
<i>Totale Centro Italia</i>	<i>56,9</i>	<i>41,3</i>	<i>73,2</i>	<i>21,2</i>	<i>74,3</i>	<i>25,4</i>
<i>Totale Nazionale</i>	<i>49,6</i>	<i>43,4</i>	<i>68,5</i>	<i>28,7</i>	<i>70,4</i>	<i>23,3</i>

Fonte: Banca d'Italia, *Sintesi delle note sull'andamento dell'economia delle regioni italiane*, vari anni

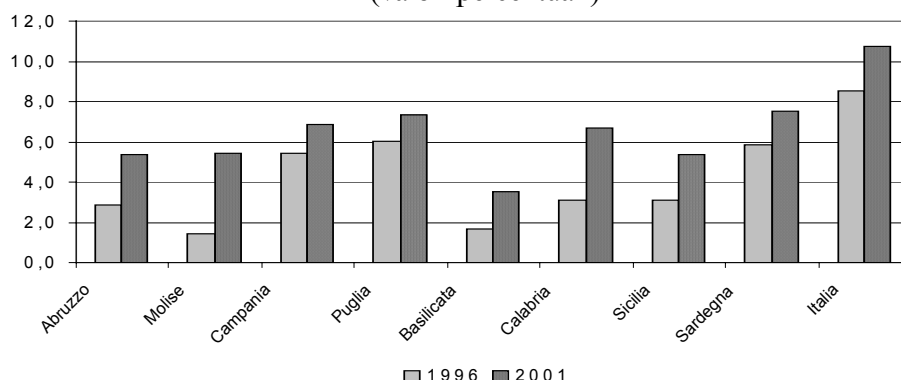
La tendenza delle banche a sviluppare le potenzialità dei segmenti al dettaglio nei mercati meridionali può essere desunta altresì dall'andamento dei tassi di crescita dell'aggregato di raccolta indiretta nelle singole regioni e nell'area meridionale nel suo complesso (TAB. 4.18); pur risentendo di oscillazioni che rispecchiano il profilo di crescita del mercato nazionale, gli incrementi registrati nel periodo dalle regioni del Mezzogiorno sono superiori sia al dato nazionale sia ai valori riferiti alle aree del nord Italia e presentano in alcuni casi punte particolarmente elevate (Molise, Basilicata e Calabria). Anche in questo caso la tendenza si può ritenere effetto di un processo di ricomposizione dei portafogli delle famiglie ascrivibile ad un ampliamento delle alternative proposte dagli intermediari entrati *ex-novo* nelle aree meridionali.

TAB. 4.18 – Raccolta indiretta: variazioni annue (valori percentuali)

	97/96	98/97	99/98	00/99	01/00	Media 97-01
Abruzzo	10,9	10,3	-12,4	22,9	2,5	6,8
Molise	11,9	19,2	-8,6	12,0	16,6	10,2
Campania	11,0	28,4	-31,9	19,4	2,1	5,8
Puglia	12,5	13,6	-15,5	18,1	1,0	6,0
Basilicata	22,0	38,7	-5,7	12,2	8,4	15,1
Calabria	16,6	30,0	-5,2	-2,0	17,4	11,4
Sicilia	-3,1	20,8	-9,1	7,6	5,2	4,3
Sardegna	5,7	9,4	-18,1	11,7	9,4	3,6
<i>Totale Sud Italia</i>	<i>7,8</i>	<i>20,8</i>	<i>-18,5</i>	<i>14,0</i>	<i>4,4</i>	<i>5,7</i>
<i>Totale Nord Ovest</i>	<i>20,5</i>	<i>25,8</i>	<i>-37,7</i>	<i>10,5</i>	<i>-7,5</i>	<i>2,3</i>
<i>Totale Nord Est</i>	<i>14,2</i>	<i>15,4</i>	<i>-20,7</i>	<i>-0,7</i>	<i>14,1</i>	<i>4,5</i>
<i>Totale Centro Italia</i>	<i>12,9</i>	<i>18,1</i>	<i>-26,8</i>	<i>6,6</i>	<i>2,6</i>	<i>2,7</i>
<i>Totale nazionale</i>	<i>16,5</i>	<i>21,7</i>	<i>-30,7</i>	<i>7,4</i>	<i>0,3</i>	<i>3,1</i>

Fonte: Banca d'Italia, *Sintesi delle note sull'andamento dell'economia delle regioni italiane*, vari anni.

L'incidenza della quota di risparmio gestito, rappresentato dalla componente delle gestioni di patrimoni mobiliari, è cresciuta sensibilmente in tutte le regioni esaminate nel periodo 1996-2001 (FIG. 4.9), con incrementi marcati in alcune regioni (Molise e Calabria, in particolare). Anche in questo caso, la maggiore diffusione di tali servizi nei mercati del Mezzogiorno, seppur ancora circoscritta in relazione al dato nazionale, sembra confermare un innalzamento del grado di innovazione delle politiche di prodotto praticate dagli intermediari, ricollegabile in buona misura anche al mutato assetto strutturale dei sistemi bancari locali.

FIG. 4.9 – Incidenza delle gestioni patrimoniali sulla raccolta indiretta (valori percentuali)


Fonte: Banca d'Italia, *Sintesi delle note sull'andamento dell'economia delle regioni italiane*, vari anni.

5. STRUMENTI FINANZIARI E GESTIONE DEL RISPARMIO*

Il clima di incertezza che ha caratterizzato i mercati finanziari nel corso dell'anno ha condizionato sia le modalità di finanziamento delle imprese sia le scelte di investimento del pubblico. Particolarmente ridotto è l'ammontare delle risorse raccolte dalle imprese mediante offerte al pubblico di azioni, mentre il denaro fresco raccolto attraverso aumenti di capitale è in linea con quello dello stesso periodo dell'anno passato. Va tuttavia segnalato che le principali operazioni sul capitale sono state proposte da società in fase di difficoltà economica e finanziaria e per le quali sono previsti interventi di profonda ristrutturazione.

Per quanto riguarda le scelte di investimento dei risparmiatori perdura la fase di riallocazione dei portafogli che sta comportando la preferenza verso gli strumenti caratterizzati da un profilo di rischio contenuto e da maggiore liquidità. Tale orientamento è condiviso dal pubblico sia per gli investimenti diretti sia per la scelta di prodotti di risparmio gestito.

5.1 Il ricorso delle imprese al mercato dei capitali

Nei primi nove mesi del 2002 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 4.578 milioni di euro, in significativa flessione (-42,7%) rispetto ai 7.991 milioni di euro osservati nello stesso periodo dell'anno precedente. La riduzione più marcata ha interessato le Opvs (1.307 milioni di euro contro i 4.604 dello stesso periodo dell'anno precedente, -71,6%), mentre maggior tenuta hanno mostrato le risorse raccolte con aumenti di capitale (3.271 milioni di euro contro i 3.388 dello stesso periodo dell'anno precedente, -3,5%). Del totale delle risorse complessivamente raccolte, il 71,5% è da ricondurre ad aumenti di capitale (nello stesso periodo dell'anno precedente gli aumenti di capitale avevano rappresentato il 42,4% del totale delle risorse raccolte). Con riferimento alla ripartizione per

* A cura di M. Anolli, A. Banfi e R. Famà.

segmenti di mercato, si osserva l'assoluta prevalenza della Borsa sia per gli aumenti di capitale (97% del totale) sia per le Opvs (100% del totale).

Il denaro raccolto con aumenti di capitale (TAB. 5.1) nei mercati gestiti da Borsa Italiana SpA (Borsa, Mercato ristretto e Nuovo Mercato) è ammontato a 3.271 milioni di euro a fronte di 13 operazioni (3.388 milioni di euro con 18 operazioni nello stesso periodo del 2001). In lieve riduzione è risultata la dimensione media delle operazioni (251,6 contro i 304,7 milioni di euro dell'anno precedente). Nonostante la significativa flessione osservata sia nella capitalizzazione sia nel controvalore degli scambi, si è ridotta significativamente anche l'incidenza delle risorse raccolte mediante aumenti di capitale in rapporto sia al controvalore degli scambi del periodo sia alla capitalizzazione di fine periodo. Il primo rapporto è passato da 1,16% del 2001 a 0,70% del periodo in esame (incidenza simile a quella del 2000); mentre il secondo è passato da 1,29% a 0,76%.

**TAB. 5.1 - Flussi di denaro canalizzati dalla Borsa Italiana
con offerte di azioni**

	2000	2001	2002 gen.-set.
Aumenti di capitale di soc. quotate			
numero operazioni	31	25	13
denaro raccolto (milioni)	3.793	7.616	3.271
Importo medio (milioni)	122,4	304,7	251,6
In % della capitalizz. di fine periodo	0,5%	1,3%	0,76%
In % degli scambi del periodo	0,4%	1,2%	0,70%
Offerte pubbliche di vendita/sottoscr.			
numero operazioni	48	20	5
denaro raccolto (milioni)	12.967	6.981	1.307
Importo medio (milioni)	270	349,1	261,40
In % della capitalizz. di fine periodo	1,6%	1,2%	0,30%
In % degli scambi del periodo	1,5%	1,1%	0,28%

Fonte: Borsa Italiana e nostre elaborazioni.

Per quanto riguarda la distribuzione settoriale, gli aumenti di capitale hanno riguardato prevalentemente società industriali e commerciali (Fiat, Chl, Intek, Gandalf, Alitalia). La caratteristica principale del ricorso al mercato nel periodo in esame è stata la circostanza che le maggiori operazioni hanno riguardato società in fase di difficoltà economica e finanziaria e oggetto di interventi di profonda ristrutturazione: l'aumento di capitale Fiat svoltosi a inizio

anno ha rappresentato il 31% del totale raccolto nel periodo e quello Alitalia tenutosi nel corso del mese di luglio ha pesato per poco meno del 44%. In sostanza quindi la borsa è stata chiamata a rispondere a improrogabili esigenze di ricapitalizzazione al fine di assicurare, più che lo sviluppo, la stessa possibilità di sopravvivenza di alcune importanti società. Rilevanti in diverse occasioni sono risultate anche le percentuali di titoli inoptati sul totale dei titoli offerti: il 22% nel caso dell'aumento di capitale Alitalia, 37% per l'operazione Lazio e addirittura il 64% nel caso di Tecnodiffusione e il 73% per Olcese. Tutte le operazioni con le quote di inoptato più rilevanti hanno avuto luogo nel corso del terzo trimestre.

Nei primi nove mesi del 2002 (TAB. 5.1) il processo di ingresso sul mercato di nuove società si è di fatto inaridito: si sono avute solo 5 operazioni di Opvs, per complessivi 1.307 milioni di euro (contro le 20 operazioni per complessivi 6.981 milioni di euro del 2001 e le 48 operazioni per complessivi 12.967 milioni del 2000). La scarsa appetibilità delle operazioni di mercato primario è testimoniata anche della dimensione sempre negativa della performance del primo giorno di contrattazione rispetto al prezzo di collocamento; si va nel periodo da un massimo di -0,05% ad un minimo di -8,46%.

Tutte le nuove ammissioni a quotazione hanno riguardato la Borsa, mentre da luglio del 2001 nessuna nuova società accede al Nuovo Mercato. Per contro, si sono avute due uscite dalla quotazione (*Gildemeister e Rotondi Evolution*) a seguito di OPA residuale.

Il volume complessivo di risorse "restituite" al mercato con le Offerte Pubbliche di Acquisto è ammontato nel periodo a 1.974 milioni di euro (le maggiori operazioni hanno riguardato l'offerta preventiva totalitaria sulle azioni Lottomatica ord. per 685 milioni di euro e quella sulle azioni Ferretti ord. per 633 milioni).

L'inaridimento del flusso di nuove quotazioni verso i mercati gestiti da Borsa Italiana SpA è comunque del tutto assimilabile a quanto accaduto negli altri principali mercati azionari europei (per esempio nella borsa tedesca sono entrate, nei primi nove mesi del 2002, 5 società contro le 22 dell'anno precedente). Altri importanti segnali negativi del difficile momento attraversato dal mercato primario sono stati i rinvii dei progetti di quotazione (tra cui Prada, Selenia, Ferrari); la circostanza che spesso, per le società ammesse a quotazione, il prezzo di collocamento sia stato fissato ai margini inferiori della forchetta prevista al

momento del lancio dell'operazione (quando non al di sotto, come nel caso di Asm Brescia) e il fatto che il rapporto di *oversubscription* non si è mai scostato da 1, soprattutto con riferimento alla *tranche* destinata agli investitori *retail*.

5.2 La gestione del risparmio

Nel corso del 2002 l'industria del risparmio gestito ha risentito dell'andamento negativo dei mercati e delle decisioni degli investitori che hanno spostato la loro attenzione verso strumenti finanziari liquidi e verso strumenti in grado di proteggere il capitale investito (si veda più avanti il paragrafo 5.3).

Il sostanziale rallentamento dello sviluppo del risparmio gestito (già evidenziato nel precedente numero di Osservatorio Monetario) trova un'ulteriore ancorché indiretta conferma nei dati riguardanti l'ammontare dei titoli in custodia presso le banche, con ciò intendendo sia i titoli affidati alle gestioni patrimoniali sia i titoli detenuti direttamente dai risparmiatori. Infatti, a fine 2001 si è registrato, rispetto all'anno precedente, un incremento (pari all'1,5%) dei valori mobiliari in custodia direttamente detenuti dal pubblico, al quale si è contrapposta una consistente riduzione (-8,4%) dei titoli in custodia affidati alle gestioni patrimoniali (TAB. 5.2).

La decelerazione dei titoli delle gestioni patrimoniali in custodia presso il sistema bancario è risultata più marcata nelle aree del Centro (-16,5%) e del Sud (-8,7%) d'Italia, con punte di particolare intensità per il Lazio (-29,7%) e la Puglia (-25,5%).

E' stato altresì osservato che oltre alle quote degli OICR la riduzione ha riguardato soprattutto i titoli di stato (a motivo dell'aumentata propensione all'investimento in strumenti con maggior grado di rischio), mentre è risultato in controtendenza l'ammontare in custodia sia delle obbligazioni bancarie sia dei titoli esteri¹.

¹ Banca d'Italia, *Sintesi delle note sull'andamento dell'economia delle regioni italiane nel 2001*, Roma, 2002, p. 53.

TAB. 5.2 - Titoli in deposito e gestioni patrimoniali per regione(*)
(variazioni percentuali nel periodo dic. 2001-dic. 2000)

Regioni e aree geografiche	Titoli in deposito (**)	Gestioni patrimoniali (***)
Piemonte	-1,3	-3,9
Valle d'Aosta	11,8	-13,9
Lombardia	-10,7	-5,0
Liguria	2,3	-20,5
<i>Nord Ovest</i>	-7,7	-5,9
Trentino-Alto Adige	5,8	-17,5
Veneto	11,1	-4,1
Friuli-Venezia Giulia	93,6	-0,8
Emilia Romagna	5,8	-10,3
<i>Nord Est</i>	18,5	-7,8
Toscana	13,6	-7,9
Umbria	3,0	-6,7
Marche	9,1	-5,8
Lazio	-0,2	-29,7
<i>Centro</i>	4,8	-16,5
Abruzzo	2,2	7,7
Molise	17,3	5,6
Campania	2,5	-3,0
Puglia	3,9	-25,5
Basilicata	8,9	-1,9
Calabria	15,5	52,0
<i>Sud</i>	4,6	-8,4
Sicilia	6,2	-9,7
Sardegna	11,2	-8,7
<i>Isole</i>	7,2	-9,4
<i>Italia</i>	1,5	-8,4

Note: (*) Al valore nominale; sono esclusi i titoli depositati da istituzioni bancarie, fondi comuni, fiduciarie e SIM; (**) Sono esclusi i titoli in deposito connessi alle gestioni patrimoniali bancarie; (***) Titoli in deposito connessi alle gestioni patrimoniali bancarie.

Fonte: Banca d'Italia, *Sintesi delle note sull'andamento dell'economia delle regioni italiane nel 2001*, Roma 2002, tav. aD6, pag. 83 e nostre elaborazioni.

Il differente comportamento del pubblico in relazione all'area geografica evidenziato dai dati dei titoli in custodia emerge anche esaminando la composizione delle attività finanziarie delle famiglie nel corso degli ultimi dieci anni (TAB. 5.3).

TAB. 5.3 – Attività finanziarie delle famiglie per area geografica
(percentuali di famiglie)

Aree geografiche	Titoli di Stato	Altri titoli		
		Totale	di cui: Azioni di società quotate	di cui: Fondi comuni italiani
1991				
Nord Ovest	36,3	13,7	7,5	4,9
Nord Est	29,3	9,4	4,8	3,7
Centro	21,2	5,8	1,7	2,0
Sud e Isole	9,2	1,9	0,8	0,3
Italia	23,2	7,5	3,7	2,6
1995				
Nord Ovest	37,4	15,9	5,8	7,2
Nord Est	35,1	16,2	6,5	6,2
Centro	25,1	10,9	4,2	3,7
Sud e Isole	11,9	2,2	0,7	0,8
Italia	26,2	10,5	3,9	4,2
2000				
Nord Ovest	17,7	31,1	13,9	19,7
Nord Est	19,1	34,3	15,6	17,6
Centro	9,9	19,8	8,8	9,8
Sud e Isole	3,9	6,4	3,4	2,6
Italia	11,8	21,2	9,7	11,7

Fonte: Banca d'Italia, *Sintesi delle note sull'andamento dell'economia delle regioni italiane nel 2001*, Roma 2002, tav. D9, pag. 56.

Oltre che per l'accentuata e comune diminuzione della diffusione dei titoli di stato tra le famiglie (indipendentemente dall'area geografica di appartenenza), gli anni Novanta si caratterizzano per lo spostamento delle preferenze (pressoché raddoppiate) verso altre attività finanziarie quali, in particolare, i fondi comuni di investimento e le azioni quotate. Tale dinamica ha riguardato tutte le aree geografiche ed è risultata più intensa nel Nord del Paese. Nel dettaglio, la percentuale di famiglie detentrici di quote di fondi comuni si è quasi quintuplicata (passando dal 2,6% del 1991 all'11,7% del 2000²) mentre quella delle famiglie detentrici di azioni quotate è più che raddoppiata (dal 3,7% al 9,7%).

Analizzando più nel dettaglio la situazione delle famiglie del Sud e delle Isole si osserva che esse presentano una scarsa propensione all'investimento in

² Per quanto riguarda le famiglie che hanno fatto ricorso alle gestioni patrimoniali bancarie, la loro quota a fine 2000 era pari al 2,4% per l'intero paese e al 4% e al 5% rispettivamente per le famiglie del Nord Ovest e del Nord Est). Cfr. Banca d'Italia, *Sintesi delle note sull'andamento dell'economia delle regioni italiane nel 2001*, Roma, 2002, p. 57.

attività finanziarie: infatti, indipendentemente dalla natura degli strumenti finanziari, la percentuale di famiglie con attività finanziarie in portafoglio è decisamente inferiore a quanto evidenziato per l'intero paese. Per quanto riguarda i titoli di stato, le famiglie del Sud e delle Isole che li posseggono sono appena un terzo circa della percentuale evidenziata a livello nazionale (3,9% contro 11,8% a fine 2000). Tali percentuali si riducono ulteriormente se si considera la totalità degli altri titoli (6,4% contro 21,2% sempre a fine 2000); va tuttavia sottolineato che, rispetto al dato dell'intero paese, la percentuale di famiglie del Sud e delle Isole che posseggono azioni è cresciuta più rapidamente nel corso degli ultimi 10 anni (passando dallo 0,8% al 3,4%, contro una crescita dal 3,7% al 9,7% per l'intero paese), e che la percentuale di famiglie del Sud e delle Isole in possesso di fondi comuni, benché in crescita, è ancora modesta (2,6% contro 11,7%).

La raccolta dei fondi comuni italiani. Nel corso dei primi nove mesi del 2002 la raccolta netta dei fondi comuni di investimento italiani è stata negativa per 11.548 milioni di euro (contro una raccolta negativa per 20.835 milioni di euro nell'intero anno precedente).

Per quanto riguarda la ripartizione per categorie (TAB. 5.4), la raccolta netta è risultata negativa per tutti i comparti, eccettuati i fondi di liquidità: -6.380 milioni di euro per i fondi azionari (-18.870 milioni nell'intero anno precedente); -7.739 milioni di euro per i fondi bilanciati (-16.271 milioni nel 2001 e +17.250 milioni nel 2000); -18.141 milioni per i fondi obbligazionari (-6.606 milioni nel 2001 e -68.987 nel 2000). I fondi di liquidità hanno avuto una raccolta positiva per 21.187 milioni (+21.788 milioni di euro nel 2001 e +1.041 milioni nel 2000) mentre per quelli flessibili la raccolta è stata negativa per 476 milioni di euro (-876 milioni nel 2001 e +4.712 milioni nel 2000).

La dinamica della raccolta netta, misurata in percentuale del patrimonio gestito di fine periodo precedente, mostra (TAB. 5.4) valori pari a -8,7% per i fondi azionari, -10,5% per i fondi bilanciati, -24,7% per i fondi obbligazionari, +28,8% per i fondi di liquidità e -0,6% per i fondi flessibili. A livello complessivo, il drenaggio esercitato dalla raccolta netta negativa sul patrimonio netto gestito a fine 2001 è stato pari a -15,7%.

Il fenomeno di maggiore evidenza nell'evoluzione della raccolta netta dei fondi nel periodo in esame è costituito dal peso crescente dei fondi di liquidità e

obbligazionari a breve termine, che ormai arrivano a rappresentare anche una quota significativa, oltre il 40%, in termini di attività gestite (di cui il 19,3% riconducibile ai fondi di liquidità).

Il patrimonio netto complessivo gestito dai fondi comuni di diritto italiano è passato da 409.296 milioni di euro a fine 2001 a 357.609 a fine settembre 2002 (-12,6%); il patrimonio netto dei fondi italiani era pari a 449.988 milioni di euro a fine 2000 (mentre il massimo storico è stato pari a 488.173 milioni di euro a fine marzo 2000). 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 -33,6% per i fondi azionari, a -27,1% per i fondi bilanciati, a -8,4% per i fondi obbligazionari, a +34,7% per i fondi di liquidità e a -34,7% per i fondi flessibili.

TAB. 5.4 - Raccolta netta dei fondi comuni di diritto italiano

Categorie di fondi	2000	2001	gen.-set. 2002
valori assoluti (in milioni di euro)			
Azionari	39.530	-18.870	-6.380
Bilanciati	17.250	-16.271	-7.739
Obbligazionari	-68.987	-6.606	-18.141
Liquidità	1.041	21.788	21.187
Flessibili	4.712	-876	-476
Totale	-6.454	-20.835	-11.548
in % patrimonio fine periodo precedente			
Azionari	54,5	-17,1	-8,7
Bilanciati	65,3	-14,7	-10,5
Obbligazionari	-51,9	-6,0	-24,7
Liquidità	9,5	19,7	28,8
Flessibili	167,0	-0,8	-0,6
Totale	-2,6	-18,8	-15,7

Fonte: Assogestioni e nostre elaborazioni.

Il peso delle diverse categorie di fondi si è così evoluto nel periodo in esame: i fondi obbligazionari rappresentavano a fine settembre 2002 il 48,3% del patrimonio complessivo (46,1% a dicembre 2001, 42,5% a fine dicembre 2000 e 51,6% a fine 1999); i fondi azionari il 20,6% (27,0% a fine 2001, 34,4% a fine 2000 e 30,9% a fine 1999), i fondi bilanciati il 10,6% (12,7 % a fine 2001, 16,1% a fine 2000 e 11,5% a fine 1999). L'incidenza dei fondi di liquidità era pari al

19,3% (12,5% a fine 2001; 5% a fine 2000, contro il 4,4% a fine 1999) e quella dei fondi flessibili all'1,3% (1,7% a fine 2001 e 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 18,7%, SanPaolo-Imi con il 18,5% e UniCredito con il 13,5%), detenere a fine settembre 2002 il 50,7% del patrimonio netto complessivo gestito da società di gestione del risparmio italiane (sostanzialmente la stessa quota detenuta a fine 2000 e 2001); i primi 5 (comprendendo quindi anche Capitalia con il 7,0% e Arca con il 5,4%) rappresentavano il 63,1% (contro il 61,9% a fine 2001 e al 62,5% di fine 2000).

Sulla base dei dati evidenziati il fatto maggiormente degno di nota consiste nella pesante riallocazione degli *asset* in gestione verso i prodotti con contenuto di rischio minimo (monetari e obbligazionari euro a breve termine, che rappresentano a fine settembre il 40% del totale delle attività gestite). Tale riallocazione è da giudicare eccessiva, dal punto di vista della pura logica economico-finanziaria, in quanto su tali prodotti, per definizione, scarso è l'apporto esercitabile dall'attività di gestione. Il fenomeno è da attribuire quindi in parte a decisioni di riallocazione della ricchezza finanziaria verso assetti maggiormente prudenti e in parte deriva sia da un eccesso di reazione (come in passato eccessivo era stato l'entusiasmo verso i prodotti ad elevato contenuto di rischio) sia da una preoccupante disaffezione dei sottoscrittori di fondi verso il prodotto in sé. In particolare, pare che il "livello di sopportazione" dei sottoscrittori verso le performance negative e verso il drenaggio che sulle performance esercitano i costi di gestione sia ormai saturo. La riduzione collettiva della propensione al rischio (che dimostra di essere sensibilmente influenzata dal ciclo dei corsi azionari) è stata rinforzata nel periodo da una disaffezione di natura "commerciale" in base alla quale i sottoscrittori dei fondi mostrano una crescente diffidenza verso i prodotti gestiti, che non sono riusciti a proteggerli dai rovesci registrati sui mercati azionari. A tale clima di sfiducia verso gli investimenti a reddito variabile potrebbe non essere estranea la successione di scandali che hanno interessato soprattutto il mercato azionario statunitense; il moltiplicarsi dei livelli di delega (dal sottoscrittore al gestore del fondo comune e da questo ai manager della società emittente le azioni) non fa che amplificare tale effetto.

5.3 I prodotti a capitale garantito

Proseguendo nell'analisi di talune tendenze nell'ambito dei prodotti di risparmio gestito, come preannunciato nel precedente numero di Osservatorio Monetario, si propongono di seguito alcune riflessioni sull'utilizzo dei prodotti "a capitale protetto" o "a capitale garantito", la cui diffusione si è accentuata negli ultimi 18 mesi anche a seguito dell'incerta evoluzione dei mercati finanziari.

E' innanzitutto necessario un chiarimento terminologico: i prodotti a capitale protetto offrono una garanzia contro il rischio di perdite eccessive dovute ai ribassi di borsa (generalmente la protezione è fissata ad una percentuale della somma investita, di solito non inferiore al 90%), mentre gli investimenti a capitale garantito offrono la certezza di avere a scadenza una somma pari almeno a quella inizialmente investita e spesso è anche prevista la garanzia di un rendimento minimo. In quest'ultimo caso gli strumenti offrono quindi una protezione superiore ed incontrano maggiore favore da parte dei risparmiatori.

I prodotti attualmente in commercio in grado di assicurare almeno la restituzione del capitale alla scadenza dell'investimento sono così classificabili.

Bond strutturati: si tratta di titoli obbligazionari composti da una parte *risk free*, che garantisce il capitale a scadenza e, talvolta, un rendimento minimo, e una componente indicizzata, attraverso meccanismi più o meno sofisticati, ad indici azionari, tassi, azioni, valute, panieri di titoli o fondi. L'obbligazione presenta una durata medio-lunga (solitamente compresa tra i 5 e i 10 anni) e può assumere la veste di uno zero coupon o di un titolo con cedole; dal momento che è poco frequente la loro quotazione in un mercato regolamentato (e quindi il mercato secondario di tali obbligazioni è attivato e gestito dai loro emittenti) si tratta di strumenti che non godono di immediata e certa liquidabilità.

Fondi protetti: sono fondi di diritto estero che a scadenze predeterminate (solitamente 3 mesi o 1 anno) restituiscono una determinata percentuale di quanto versato inizialmente o del massimo raggiunto in un determinato periodo. Anche in questo caso la maggior parte del portafoglio (crescente in funzione del livello di protezione assicurato) è investita in titoli *risk free*, generalmente obbligazioni *zero coupon* a breve termine, mentre la parte restante è investita in opzioni o prodotti derivati su titoli azionari per sfruttare l'eventuale favorevole andamento dei mercati borsistici; ovviamente, quanto minori sono le garanzie (ossia la parte di

portafoglio investita in strumenti *risk free*), maggiore sarà la leva finanziaria del fondo che permetterà quindi una maggiore partecipazione ai risultati della gestione. La maggior parte dei prodotti attualmente in commercio sono in realtà, per composizione, simili a fondi di liquidità o obbligazionari, essendo molto alta la richiesta di protezione. Tuttavia i gestori di fondi di ultima generazione attuano una gestione attiva del portafoglio mirata a contenere giorno per giorno il rischio che il valore della quota del fondo scenda al di sotto di una determinata percentuale; in tal caso, poiché la gestione del portafoglio è attiva (con compravendita giornaliera di titoli e i relativi costi di transazione) le commissioni di gestione a carico dei sottoscrittori di tali fondi risultano più elevate.

Gestioni patrimoniali a capitale protetto: puntano a restituire almeno una predeterminata percentuale del capitale conferito in delega, mentre la garanzia della totale restituzione è prevista solo per determinati profili di rischio caratterizzati da un *asset allocation* di tipo statico, mediante copertura con un'opzione *put* europea.

Tra i prodotti a capitale garantito, un discorso più articolato meritano poi le polizze vita. Se ne possono distinguere tre tipi: le polizze rivalutabili, le *unit linked* e le *index linked*.

Le *polizze rivalutabili* nacquero all'inizio degli anni Ottanta, con l'obiettivo di neutralizzare gli effetti negativi dell'inflazione sui contratti assicurativi - previdenziali, mediante appunto, la rivalutazione del capitale anno per anno. Malgrado la protezione avesse dunque in origine una finalità differente dall'attuale - dato che l'inflazione dopo l'avvio dell'Unione Economica e Monetaria si può ritenere contenuta e sotto controllo - queste polizze sono quelle che ancora oggi offrono maggiore sicurezza, poiché consolidano annualmente il risultato realizzato. La rivalutazione del premio versato è ottenuta moltiplicando una data percentuale fissata per contratto ("aliquota di retrocessione", variabile dall'80 al 100%) al tasso di rendimento di una gestione separata in uno speciale fondo, di tipo obbligazionario, nella quale è investita la globalità dei premi emessi dalla compagnia di assicurazione per quel tipo di polizza; è comunque garantito un tasso minimo annuo di rivalutazione, oscillante tra l'1 e il 4%, a seconda dell'anno di stipula. Come detto, l'"interesse" retrocesso annualmente all'assicurato va a sommarsi al capitale investito, ovvero ai premi versati, al quale si applica il tasso

d'interesse dell'anno successivo, consolidando i risultati della gestione finanziaria della polizza.

Le altre due categorie di polizze hanno natura prettamente finanziaria e sono dotate di una maggiore flessibilità rispetto alle precedenti.

Le *unit linked* sono polizze il cui premio è impiegato nell'acquisto di parti (*unit*) di specifiche attività che possono essere uno o più fondi immobiliari, Sicav o fondi comuni d'investimento, ovvero attività per le quali è già attiva una gestione finanziaria. Nelle *unit linked* pure il rischio finanziario è a totale carico dell'assicurato - risparmiatore, mentre le più recenti emissioni garantiscono la restituzione, alla scadenza del contratto, del capitale nominale maggiorato di un dato tasso di interesse (*guaranteed unit linked*). Talvolta, è il caso delle *partial guaranteed unit linked*, l'impresa assicuratrice si fa carico di garantire una percentuale del capitale versato. Per offrire la sola garanzia di restituzione del capitale, l'assicuratore ricorre semplicemente ad una riassicurazione dei contratti, mentre nel caso sia prevista la corresponsione di un interesse, i premi di polizza vengono investiti in quote di fondi a capitale garantito.

Le *index linked* sono polizze legate ad indici; la maggioranza delle polizze commercializzate è legata all'andamento degli indici di Borse mondiali o di indici globali o settoriali. Così come le *unit linked*, anche le *index linked* possono o meno garantire la restituzione del capitale iniziale ed un eventuale rendimento durante il corso del contratto o alla scadenza (variabile da 4 a oltre 20 anni); nel nostro Paese, tuttavia, la domanda e l'offerta sono concentrate sulle polizze di tipo *guaranteed*. Indipendentemente dalla presenza o meno di tale garanzia, si può affermare che le *index linked* sono prodotti strutturati: i premi corrisposti dai risparmiatori, infatti, vengono investiti in parte in obbligazioni *zero coupon* e in parte in opzioni su indici. L'investimento obbligazionario (o "principale"), assorbe la parte preponderante e dà vita al rendimento certo, mentre l'investimento residuale in opzioni (o "sottostante") dà luogo al rendimento variabile, che potrebbe essere anche nullo. Il peso assunto dall'investimento obbligazionario è crescente in funzione dell'intensità delle garanzie pattuite in termini di restituzione del capitale e corresponsione di un rendimento.

Generalmente la costruzione del prodotto non è effettuata dalle imprese di assicurazione, ma da investitori istituzionali internazionali che confezionano

pacchetti su misura, ai quali le imprese di assicurazione abbinano contenuti tipicamente assicurativi.

Resta ora da vedere quale sia la convenienza di questi prodotti per i risparmiatori italiani - storicamente avversi al rischio - che quando hanno visto ridursi i rendimenti dei titoli di Stato si sono dapprima rivolti ad investimenti alternativi ben più rischiosi quali le azioni e i fondi comuni azionari, incorrendo nella perdurante difficile situazione di mercato, per poi "rassegnarsi" in tempi più recenti all'obiettivo minimo di conservare integro il capitale investito e ricevere - nella migliore delle ipotesi - una remunerazione minima.

Il fenomeno è rilevante, se si considera che circa un terzo delle nuove polizze vita collocate in Italia lo scorso anno era di tipo *index linked*.

Tra i punti più critici vi è la scarsa trasparenza da parte degli emittenti e dei collocatori, che spesso non comunicano in maniera esplicita i costi ed i rischi legati ai prodotti. Le autorità competenti sono intervenute in proposito: la Consob ha adottato la delibera n.13086 del 18/4/01 in materia di obbligazioni strutturate emesse da istituti di credito ed enti sovranazionali a modifica del regolamento n.11971/99 sugli emittenti e l'ISVAP ha emanato due circolari, la n. 451/D del 24/7/01 e la 474/D del 21/2/02 in materia rispettivamente di *index* ed *unit linked*, richiedendo per questi prodotti un'informativa più ampia e condizioni più chiare e trasparenti, nonché la redazione di schemi tipo. In virtù di questi provvedimenti, che hanno contribuito a fare chiarezza in un comparto in continua evoluzione, sulla stampa specializzata è possibile trovare periodicamente il dettaglio delle caratteristiche dei prodotti commercializzati ed effettuare confronti fra gli stessi.

A parità delle altre condizioni, i costi di questi prodotti sono generalmente più elevati, poiché il gestore, per assicurare la restituzione di tutto o parte del capitale e, a maggior ragione di un rendimento minimo, sostiene un costo legato all'acquisto della copertura. Taluni gestori però, nell'addebitare al cliente tale costo, applicano un prezzo eccessivamente elevato che rischia di vanificare i benefici delle garanzie. Inoltre, in alcuni casi, è la struttura finanziaria del prodotto a generare duplicazioni di costi: è il caso di alcune *unit linked* che, oltre ai caricamenti propri della polizza, sostengono anche i costi legati alla gestione dei fondi nei quali investono, quali commissioni di ingresso, di uscita o di gestione.

Le garanzie operano, inoltre, solo alla scadenza del contratto; se il disinvestimento avviene in un momento precedente, il risparmiatore riceve il valore corrente dell'investimento che, come visto, nella maggioranza dei casi è pari al prezzo dell'obbligazione *zero coupon* sottostante, per sua natura sotto la pari fino alla scadenza; alla formazione del prezzo concorre - in negativo - il fatto che tali prodotti godono di scarsa liquidità, non essendo generalmente quotati. Alcuni contratti prevedono poi anche delle penalità di uscita anticipata.

Al di là di questi aspetti critici legati alle caratteristiche intrinseche della generalità dei prodotti a capitale garantito o a capitale protetto, il rischio che i risparmiatori corrono sottoscrivendoli in uno scenario di bassi tassi d'interesse e in una fase di ribasso prolungato delle borse come l'attuale, è che la necessità, per il gestore, di restituire il capitale versato eroda le possibilità di guadagno dei risparmiatori stessi.

Nel caso “tipico” di un prodotto costituito prevalentemente da un'obbligazione *zero coupon*, che genera rendimenti certi (la restituzione del capitale a scadenza), e da un derivato, abbinato per generare rendimenti variabili, si verifica quanto segue. La differenza tra il capitale versato (al netto delle commissioni) ed il prezzo dello *zero coupon*, viene investita in derivati ed opzioni; questi ultimi, grazie alla leva finanziaria insita nello strumento, garantiscono in caso di rialzo dei mercati elevati rendimenti, mentre nel caso contrario, generano una perdita pari al proprio prezzo. Il punto è che i bassi tassi d'interesse determinano, a parità di condizioni, un prezzo dell'obbligazione *zero coupon* più elevato e di conseguenza una somma residua investibile in azioni alquanto contenuta; la volatilità dei mercati poi, contribuisce a far sì che l'esposizione sulle borse sia inadeguata per sfruttare eventuali riprese degli indici azionari (Riquadro n. 1).

Si può concludere affermando che il risparmiatore dovrebbe ponderare attentamente l'acquisto di questi prodotti, considerandoli innanzitutto investimenti a lungo termine e valutando il costo-opportunità di rinunciare, nel caso perdurassero le avverse condizioni di mercato, al tasso *risk free* che otterrebbe investendo in titoli a reddito fisso.

Per dirla con una battuta, il “paracadute” del risparmiatore, una volta aperto (è vero che alla scadenza non ci avrà rimesso il capitale) rischia di rimanere impigliato, così come è accaduto al paracadutista americano sul campanile della



Cattedrale di Sainte Mère Eglise nel film “Il giorno più lungo”. Investire oggi un capitale per riavere indietro lo stesso capitale tra n anni non è propriamente un buon investimento.

RIQUADRO n. 1 - Esempio di obbligazione a capitale garantito

Si ipotizzi la sottoscrizione di un'obbligazione del valore nominale di € 1.000, emessa il 20/12/1999 con scadenza 20/12/2003 che corrisponda interessi pagabili in un'unica soluzione alla scadenza del prestito e pari al maggiore tra:

4% del valore nominale dell'obbligazione;

100% dell'apprezzamento medio (rilevazioni annuali) dell'indice azionario NIKKEI 225, rilevato durante la vita del prestito. La percentuale di apprezzamento verrà determinata sulla base della seguente formula:

$$100 \times \frac{M_1 - M_0}{M_0}$$

dove:

M1 è la media aritmetica semplice dei valori di chiusura dell'indice NIKKEI 225 rilevati durante la vita del prestito il giorno 20/12/2000, 20/12/2001 e 20/12/2003 (“valori di riferimento intermedi”);

M0 è il valore di chiusura del NIKKEI 225 rilevato il 20/12/1999 (“valore di riferimento iniziale”).

Il NIKKEI 225 è il valore ufficiale di chiusura dell'indice Nikkei 225 della Borsa di Tokio.

Si tratta dunque di un'obbligazione strutturata “*one coupon bond*” (non corrisponde altri interessi oltre alla cedola finale) che garantisce un rendimento minimo a scadenza complessivo del 4%, ed un eventuale maggior rendimento collegato (“indicizzato”) all'andamento, nel corso della durata del prestito, di un indice di Borsa (il Nikkei 225), che viene integralmente retroceduto al risparmiatore. Nel nostro caso, trattandosi di acquisto in sottoscrizione, non sono previste commissioni.

Il meccanismo sottostante è il seguente: di ogni 100 euro di capitale, 88,5 sono utilizzati dalla banca per garantire alla scadenza la restituzione dei 100 euro nominali e dei 4 euro di interesse. Applicando la formula dello sconto composto:

$$\frac{104}{(1 + 0,0412)^4} = 88,5$$

e la parte restante, pari a 11,5 euro è utilizzata per acquistare un'opzione *call* sull'indice Nikkei 225.

Se tale indice nel frattempo aumenta più del 4%, alla scadenza del prestito la banca restituirà al risparmiatore i 100 euro di valore nominale e il 100% dell'apprezzamento dell'indice; se l'indice diminuisce, la banca restituirà 104 euro, 100 a titolo di rimborso del capitale e 4 a titolo di interesse. Teoricamente, quindi il risparmiatore può guadagnare una cedola lorda da 1% annuo a infinito.

5.4 Gli scambi di titoli quotati

Il controvalore degli scambi di titoli trattati sui mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana SpA ha mostrato nel corso dei primi nove mesi del 2002 un ulteriore arretramento rispetto ai livelli osservati nel periodo precedente.

Per quanto riguarda gli scambi di azioni quotate (TAB. 5.5) – 420 miliardi di controvalore complessivo nel periodo gennaio-settembre 2002 – la media giornaliera pari a 2.378 milioni di euro, risulta in calo del 3,3% rispetto ai 2.460 milioni di euro del 2001 (3.422 milioni in media giornaliera nel 2000). In ulteriore forte declino è risultato il volume di scambi sul mercato ristretto, con scambi complessivi nel periodo pari a 220 milioni di euro e una media giornaliera pari a 1,2 milioni di euro (1,6 milioni in media nel 2001 e 4,6 milioni di euro nel 2000). Il Nuovo Mercato ha mostrato una flessione molto superiore a quella registrata a livello complessivo, con una media di scambi giornaliera pari a 38,6 milioni di euro (in contrazione del 52,7% rispetto agli 81,6 milioni del 2001, mentre la media giornaliera era stata pari a 116 milioni nel 2000).

**TAB. 5.5 - Scambi sui mercati regolamentati gestiti
dalla Borsa Italiana Spa** (valori in milioni di euro)

Strumento	2000	2001	2002 gen. set.
Azioni italiane borsa	814.735	599.233	419.968
Azioni italiane m. ristretto	1.158	399	220
Azioni italiane NM	29.300	20.372	7.326
Totale azioni	846.226	620.004	427.514
Warrant	2.731	1.151	577
Covered warrant	31.079	20.780	15.392
Obbl.convertibili	1.141	1.624	1.224
Fondi Chiusi			46
Fondi Aperti e ETF			6
Diritti	354	1.060	115
Obbligazioni	12.089	10.981	7.615
Tit. Stato (Mot)	141.886	126.015	118.171
<i>Strumenti derivati</i>			
<i>Fib30:</i>			
Num. contratti	4.259.350	4.634.329	3.654.939
val. scambi	984.392	829.416	527.519
<i>Mini-Fib:</i>			
Num. contratti	358.439	1.400.135	1.515.217
val. scambi	16.786	49.359	43.268
<i>Midex:</i>			
Num. contratti	2.044	743	585
val. scambi	176	50	38
<i>Mibo30:</i>			
Num. contratti	2.842.081	2.716.271	1.878.876
val. scambi	323.166	246.555	133.946
<i>Isoalfa:</i>			
Num. contratti	5.871.013	8.329.533	5.584.887
val. scambi	59.431	56.053	26.524

Fonte: nostra elaborazione su dati Borsa Italiana Spa.

Il coefficiente di *turnover* - 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 113% (annualizzato) contro il 93% del 2001 e il 113% del 2000. Il coefficiente di *turnover* dei titoli quotati sul Nuovo Mercato ha cessato di essere apprezzabilmente superiore alla media di quello osservato sugli altri segmenti del mercato, attestandosi al 109%, in riduzione rispetto al 118% del 2001 e al livello record (pari a 201%) del 2000.

Il mercato dei *covered warrant* ha mostrato una evoluzione solo marginale (-1,8%) in media giornaliera (pari a 81 milioni di euro), rispetto ai livelli osservati nel 2001 (82,5 milioni di euro; nel 2000 la media giornaliera degli scambi su tale segmento era stata pari a 122 milioni di euro).

Per quanto riguarda gli strumenti a reddito fisso trattati sul Mot, in lieve flessione sono risultati gli scambi di obbligazioni (-8%) mentre si è osservata una ripresa degli scambi su titoli di Stato (+24,4%): gli scambi di obbligazioni sono stati pari a 7.615 milioni di euro (media giornaliera passata da 43,6 milioni di euro a 40,1 milioni); gli scambi su titoli di Stato, pari nel periodo a 118.171 milioni di euro, hanno registrato un aumento anche in media giornaliera (passata da 500 a 622 milioni di euro).

Si è osservato generalmente un calo anche degli scambi di strumenti derivati. Il valore degli scambi sul contratto Fib30 è stato pari a 527.519 milioni di euro, con media giornaliera (in calo del 15,6% rispetto all'anno precedente) pari a 2.776 milioni (contro i 3.291 milioni del 2001 e i 3.875 del 2000). Sul contratto mini-Fib il controvalore degli scambi è stato pari complessivamente a 43.268 milioni di euro (+16,3% in media giornaliera, passata da 196 milioni di euro a 228 milioni). In progressivo ulteriore inaridimento invece il contratto Midex, sul quale nel periodo sono stati fatti 585 contratti (743 nell'intero 2001) per un controvalore complessivo pari a 38 milioni di euro (50 milioni nell'intero 2001); la media giornaliera è stata pari a 20.000 euro, stabile rispetto alla media giornaliera (esigua) dell'anno precedente.

Anche le opzioni sul Mib30 (contratto Mibo30) hanno fatto registrare una flessione (-28%) con una media giornaliera del controvalore scambiato passata da 978 milioni di euro nel 2001 a 705 milioni nel periodo in esame (la media giornaliera degli scambi era stata pari a 1.273 milioni di euro nel 2000). Ancora più pronunciata è risultata la riduzione del livello di attività (-37%) sul segmento

dei contratti di opzione su singoli titoli (contratti Isoalfa), il cui controvalore scambiato è passato da una media giornaliera di 222,4 milioni nel periodo precedente a 139,6 milioni di euro nei primi nove mesi del 2002.

Nel terzo trimestre del 2002 non vi sono state novità di particolare rilievo nel funzionamento dei mercati gestiti da Borsa Italiana (del mercato degli ETF-Exchange Traded Funds, che ha iniziato ad operare il 30 settembre 2002, abbiamo già parlato nel precedente numero di Osservatorio Monetario). Le maggiori innovazioni sono da ritenere l'entrata in vigore (il 15 luglio 2002) della disciplina sull'*insider dealing* e l'inizio (il 22 luglio) delle contrattazioni sui *futures* su singole azioni. Per quanto riguarda l'*insider dealing* (attività di negoziazione da parte di amministratori ed altre "persone rilevanti", ivi inclusi coloro che, grazie all'incarico ricoperto, possano avere accesso a informazioni *price-sensitive*) la nuova regolamentazione ha l'obiettivo di aumentare il livello di trasparenza del mercato. In base al regolamento approvato da Borsa Italiana, le società si devono dotare di un codice di comportamento (che individui le persone rilevanti e ne disciplini i flussi informativi) e rendere note al mercato (a partire dal 1° gennaio 2003) le operazioni effettuate dalle persone rilevanti. La società è tenuta a comunicare al mercato con cadenza minima trimestrale le negoziazioni che superino i 50.000 euro (per dichiarante); la comunicazione deve essere tempestiva nel caso in cui l'ammontare della negoziazione superi i 250.000 euro.

I single stock futures sono accordi standardizzati per la compravendita ad una data futura ad un prezzo prefissato di un lotto di azioni; come per i *futures* su indice è previsto il versamento di margini iniziali e di variazione, nonché l'intervento della Cassa di Compensazione e Garanzia. L'utilizzo di tali contratti può risultare interessante per fini di copertura di posizioni su singole azioni e per fini speculativi, con l'interessante profilo costituito dalla possibilità di realizzare strategie di *short selling* senza dover ricorrere al prestito-titoli. I titoli sui quali è iniziata l'operatività in single stock futures sono: Enel, Eni, Telecom Italia, Tim e Unicredito.

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) **Leonio 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@unicatt.it

sito web: www.assbb.it