



Università Cattolica del S. Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 1/2003

Rapporto redatto nel mese di **marzo 2003** da:

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

con la **collaborazione** di: Serena Caroppo, Stefano Corona, Roberta Famà, Maurizio Marchiori e Elisabetta Scansani (Segretaria).

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili ai primi di marzo 2003.



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

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

INDICE

SINTESI	pag. I
QUALE POLITICA MONETARIA?	“ 1
1 – IL QUADRO MACROECONOMICO	“ 3
1.1 La congiuntura internazionale	“ 3
1.2 Premesse e conseguenze macroeconomiche dell’allargamento	“ 9
1.2.1 Cenni storici	“ 10
1.2.2 La condizionalità dell’Unione Europea	“ 11
1.2.3 Una sintesi dei risultati della transizione	“ 12
1.2.4 Le conseguenze: benefici e costi	“ 16
2 – LA FINANZA PUBBLICA	“ 23
2.1 Il consuntivo 2002	“ 23
2.2 Disavanzo effettivo e disavanzo strutturale	“ 26
2.3 Quale valutazione sul 2002?	“ 30
2.4 Possibili scenari per il 2003-2006	“ 30
3 – LA CONGIUNTURA MONETARIA E I TASSI D’INTERESSE	“ 34
3.1 Tassi ufficiali e aggregati monetari e creditizi	“ 34
3.2 I tassi di mercato e le aspettative	“ 38
3.3 Cambiamenti tecnici nella gestione operativa della politica monetaria	“ 47
3.4 Le banche italiane: impieghi, raccolta e tassi di interesse	“ 50
3.5 Le previsioni dei tassi bancari	“ 56
4 – STRUMENTI FINANZIARI E GESTIONE DEL RISPARMIO	“ 58
4.1 Il ricorso delle imprese al mercato dei capitali	“ 58
4.2 La gestione del risparmio	“ 61
4.3 Gli scambi di titoli quotati	“ 65
4.4 Le Poste e i prodotti di risparmio gestito	“ 70
5 – E’ POSSIBILE PREVEDERE I TASSI UFFICIALI?	“ 75
5.1 Le aspettative e le previsioni degli operatori	“ 76
5.2 Le previsioni in base ai documenti ufficiali della BCE	“ 79
5.3 Le previsioni in base alle variabili economiche sottostanti	“ 84

SINTESI

La congiuntura internazionale e il processo di allargamento dell'Unione Europea

– Il quadro macroeconomico agli inizi del 2003 appare influenzato dall'incertezza generata dalla prospettiva di un intervento militare in Iraq. La congiuntura eredita dal 2002 un quadro già compromesso dal ridimensionamento della crescita negli Stati Uniti che si è ripercosso sugli altri principali paesi. L'Europa attraversa una fase di semi-stagnazione che interessa le principali economie, *in primis* quella della Germania (la cui crescita nel corso del 2002 è stata dello 0,2%); migliori invece sono state le performance dei sistemi economici più piccoli (l'Irlanda su tutti con una crescita del 4,6%). In Giappone si è concluso un altro anno di stagnazione-deflazione.

Gli elementi comuni che emergono dall'analisi (di Stati Uniti, Eurolandia e Italia, relativi al 2002) sono: la crescita deludente del PIL (2,4% per gli Stati Uniti, 0,8% per l'Area-Euro con l'Italia che rimane allo 0,4%), sostenuta sostanzialmente dalla spesa pubblica e, negli Stati Uniti, dai consumi privati (+3,1%); il contributo negativo o pressoché nullo degli investimenti fissi lordi, la cui crescita è compromessa dall'assenza della prospettiva di una consistente e duratura ripresa della domanda finale; l'assenza della spinta propulsiva da domanda estera netta.

In questo quadro si inserisce il processo di allargamento dell'Unione europea – che verrà avviato dal 1° maggio 2004 – verso 8 paesi dell'Europa centro-orientale e due paesi dell'area mediterranea. Il capitolo illustra le origini, le pre-condizioni e le conseguenze del processo in corso, caratterizzato dalla transizione dei Paesi candidati verso condizioni di stabilità macroeconomica e dalla trasformazione delle economie pianificate in economie di mercato. Dopo l'iniziale fase recessiva, la crescita è stata sostenuta e mediamente superiore a quella registrata nell'area UE-UME, portando il reddito medio pro-capite dei paesi candidati quasi al 40% della media UE; contestualmente l'inflazione si è sensibilmente ridotta. L'allargamento verso Est, concepito come processo per favorire l'estensione dell'area di stabilità e prosperità dell'attuale UE, non è però privo di costi, sia per i paesi candidati, chiamati alla realizzazione di investimenti e riforme economiche e istituzionali, sia per i paesi dell'attuale UE che, in una fase di rallentamento congiunturale e difficoltà ad onorare il Patto di Stabilità e Crescita, si vedono chiamati a trasferire risorse alle regioni orientali.

La finanza pubblica – Nel 2002 l'andamento della finanza pubblica non è stato in Italia positivo: il deficit di bilancio è risultato più elevato di quanto era stato originariamente programmato. La situazione è stata anche peggiore in altri paesi. La chiusura dei conti per il 2002 è stata influenzata: da un andamento assai negativo delle entrate tributarie (che ha comportato una riduzione della pressione

tributaria, pure in presenza di una crescita molto modesta dell'economia); da un andamento della spesa in linea con i *trends* sperimentati nel recente passato; da una ripresa della riduzione dell'incidenza della spesa per interessi sul debito pubblico; da ingenti entrate connesse alla cartolarizzazione del patrimonio immobiliare.

In prospettiva, i conti di finanza pubblica si scontrano con le gravi incertezze sull'andamento dell'economia italiana e mondiale, ma anche con le conseguenze dei caratteri transitori, non strutturali, degli interventi correttivi attuati negli anni 2001 e 2002. Nei documenti ufficiali, italiani ed europei, appare, da qualche tempo, in connessione con il cattivo andamento dell'economia, la nozione di "saldo strutturale": il saldo di bilancio che si sarebbe avuto o che si potrebbe avere in futuro con un tasso di crescita dell'economia pari ai valori potenziali. La dinamica del saldo, calcolata a questi valori ipotetici, del reddito è in effetti l'indicatore ideale per un giudizio sullo *stance* della politica di bilancio.

La nozione di saldo strutturale che i documenti ufficiali hanno proposto per il quadriennio 2003-2006 porta ad una visione ottimistica del futuro, essendo basata su valori del tasso di crescita potenziale dell'economia, nel passato e nel futuro, molto elevati, troppo elevati rispetto a quelli che si misurano nei *trend* di medio-lungo periodo.

La congiuntura monetaria e i tassi di interesse - Gli eventi recenti sui mercati monetari e finanziari sono caratterizzati dall'ulteriore riduzione dei tassi ufficiali attuata, all'inizio di marzo, dalla BCE. Una riduzione che si accompagna alla stasi dell'attività economica in Europa, più accentuata che negli stati Uniti, e all'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro. La politica monetaria europea sembra più adattarsi alle modifiche che si presentano sui mercati monetari che non proporsi per interventi espliciti di sostegno dell'economia.

La moneta in Europa continua a crescere a tassi elevati; il credito continua nella sua stagione di rallentamento della crescita, in apparente sintonia con l'andamento dell'economia europea.

I tassi europei a lungo si mantengono allineati a quelli americani. Le aspettative degli operatori sull'andamento dei tassi a breve – così come misurate dai tassi impliciti – continuano a spostarsi verso il basso.

Da novembre 2002 ad oggi l'euro si è notevolmente apprezzato rispetto al dollaro contribuendo a raffreddare le spinte inflazionistiche ma, allo stesso tempo, operando in modo negativo sulla competitività verso l'estero dell'area euro. Una rassegna delle principali proposizioni teoriche sull'andamento del cambio mostra l'estrema difficoltà di fare previsioni sul tema, stante che la principale correlazione del cambio euro-dollaro la si trova con l'andamento della Borsa americana.

Le banche italiane sperimentano andamenti coerenti con quelli rilevabili a livello europeo: un contenuto sviluppo dell'attività di prestito e una crescita molto sostenuta della raccolta, il tutto accompagnato da una ripresa delle sofferenze. Per

effetto della tendenza alla riduzione dei tassi di mercato, soprattutto di quelli a breve termine, si assiste anche ad un progressivo ridimensionamento degli spread tra tassi attivi e tassi passivi.

Strumenti finanziari e gestione del risparmio – Lo stato di incertezza che da oltre un anno sta caratterizzando i mercati finanziari ha inciso profondamente sulle modalità di raccolta di capitale da parte delle società quotate, nonché sulle scelte di investimento dei risparmiatori. Nel corso del 2002 si sono più che dimezzate le risorse raccolte dalle imprese sia mediante operazioni sul capitale (-54,9%) sia attraverso offerte di azioni finalizzate alla quotazione (-58,6%): in entrambi i casi si è avuta la riduzione del numero di operazioni proposte e dell'ammontare medio di denaro raccolto per operazione. Tra i sintomi delle difficoltà delle imprese di ricorrere al mercato si segnala l'inusuale percentuale di inoptato per taluni aumenti di capitale, come pure l'attestarsi attorno all'unità del rapporto tra titoli domandati dagli investitori in occasione delle offerte al pubblico di azioni e numero di titoli offerti.

Nonostante il clima generale di incertezza, il volume degli scambi di titoli quotati ha subito solo una contenuta flessione rispetto all'anno precedente: in particolare, la flessione ha riguardato gli scambi di azioni e di strumenti derivati, al contrario, sono risultati in ripresa gli scambi di titoli di debito.

Per quanto riguarda l'industria del risparmio gestito si osserva, da un lato, la sostanziale tenuta (sebbene in diminuzione rispetto al 2002) del patrimonio complessivamente gestito dagli investitori istituzionali e, dall'altro, la consistente riallocazione dei portafogli gestiti a vantaggio degli strumenti più liquidi e di quelli in grado di assicurare la maggiore protezione del capitale investito.

Si segnala inoltre l'avanzato stato dell'iter della proposta di revisione della direttiva comunitaria sui servizi di investimento, dalla quale si attende un impatto non trascurabile sull'organizzazione dei mercati finanziari oltre che sulle modalità di offerta dei servizi di investimento da parte degli intermediari.

Infine, attraverso una breve indagine sul ruolo assunto dalle Poste nell'offerta dei servizi di gestione del risparmio, si osserva che essi si riferiscono solo ad una ristretta tipologia di strumenti, e prevalentemente non sofisticati, non lasciando pertanto intravedere una forte concorrenzialità con il sistema bancario.

E' possibile prevedere i tassi ufficiali? – Prevedere le variazioni dei tassi ufficiali è importante per la gestione corretta della liquidità e per la stima del futuro andamento dei tassi bancari. Purtroppo ciò è reso difficile dal fatto che le banche centrali non seguono "regole fisse" di comportamento preferendo riservarsi un certo margine di discrezionalità. Nel valutare le prospettive di intervento della banca centrale è quindi opportuno considerare la maggior quantità possibile di informazioni e avvalersi di metodi alternativi di previsione. Per



valutare e prevedere i comportamenti della Banca Centrale Europea sono state individuati tre diversi schemi che utilizzano informazioni derivanti dai mercati finanziari, dai documenti ufficiali e dagli andamenti macro economici. Il primo metodo si basa sui rapporti tra tassi di mercato a breve e Repo; il secondo si basa sulla interpretazione dei documenti ufficiali e sul *wording* delle comunicazioni dei vari organismi della BCE; il terzo, infine, si basa sulla “econometria” delle variabili macro-economiche utilizzate dalle autorità monetarie.

Ciascuno dei tre metodi fornisce un utile contributo alla costruzione di previsioni sul futuro andamento del Repo. Si può quindi suggerire come strategia più razionale un loro utilizzo congiunto: ciò consente di valutare la coerenza tra le varie previsioni e quindi la loro attendibilità.

QUALE POLITICA MONETARIA?*

Il peggio è passato (come ci dicono le analisi sulla congiuntura reale) o deve ancora venire (come temono i mercati finanziari)? La domanda non è retorica, e dovrebbe servire anche per definire quale sia la politica economica ottimale per questo difficile 2003, che vede molti paesi industriali avvicinarsi alla recessione senza che sia stato chiarito il percorso adottato dalla politica economica e, per quanto ci riguarda più da vicino, dalla politica monetaria della BCE.

Il contrasto tra il mondo anglosassone più direttamente attaccato dal terrorismo – e più coinvolto nella guerra all'Iraq – e l'andamento delle nostre economie non avrebbe potuto essere maggiore. Stati Uniti e Regno Unito hanno adottato un *mix* di politica economica molto espansiva, e la loro crescita economica ha rallentato ma non si è fermata.

E' il contrario di ciò che si è verificato in Europa: le politiche economiche sono in parte risultate espansive *malgré lui*, e l'economia è molto rallentata, fino a rischiare la recessione. Nel nostro caso, tutto ciò è in gran parte il risultato della casuale coincidenza tra *changeover Euro* e terrorismo internazionale. Quest'ultimo – e le conseguenti difficoltà a costruire una politica comune tra Stati Uniti ed Europa – ha spaventato famiglie e imprese, facendo cadere la domanda aggregata. Il *changeover* – al di là del successo tecnico con cui è stato realizzato dalle Banche centrali – ha introdotto un elemento di maggior inflazione (in parte effettiva e in parte percepita) che ha ridotto i tassi di interesse *reali*. Anche le politiche di bilancio, nonostante le intenzioni dichiarate nel "Patto di stabilità", sono risultate *ex post* meno restrittive del previsto perché un qualche aumento dei deficit pubblici – seppure indesiderato – è stato tollerato.

Insomma, mentre nel mondo anglosassone si è fatto fronte all'emergenza con politiche dichiaratamente espansive, nella vecchia Europa si è preferito: prima dichiarare che la cosa non ci riguardava (BCE, inizio 2002); poi insistere sul fatto che le politiche dovevano comunque rimanere orientate alla disciplina ed al risanamento (Solbes, tutto il 2002); infine giudicare che in presenza di timori di guerra una politica monetaria espansiva sarebbe risultata inutile (BCE, inizio

* A cura di G. Vaciago.



2003). Quest'ultima affermazione non è del tutto condivisibile, perché è in momenti di incertezza e di vera e propria paura che più importante, e necessario, è il ruolo di “âncora” rappresentato dalle autorità monetarie e dai messaggi che esse mandano al fine di stabilizzare le aspettative degli operatori economici.

Il terrorismo internazionale e la reazione americana (Afghanistan e Iraq) hanno agito da “lente di ingrandimento” dei pregi e dei difetti di ciascun paese; in un contesto che è sempre più quello di un mondo “molto-globale-poco-governato”. Quel poco di veramente comune che noi europei già abbiamo – cioè la moneta e la sua Banca centrale – avrebbe meritato un atteggiamento meno rinunciatario. Dopotutto, il problema non è solo quello del rinvio di qualche mese di una ripresa che altrimenti avrebbe potuto già esserci: la congiuntura non è tutto! Problema più serio è quello di considerare le implicazioni della scomparsa di quel “dividendo della pace” che aveva favorito la “crescita-con-poca-inflazione” degli anni '90.

Una politica monetaria rinunciataria in questi difficili frangenti rischia di aggravare soprattutto la debolezza dell'economia tedesca, che essendo ancora il “motore” dell'Unione è un problema per tutti.

1. IL QUADRO MACROECONOMICO*

In questo primo scorcio del 2003, il panorama internazionale è caratterizzato dall'incertezza dovuta all'eventualità del conflitto in Iraq e alle sue conseguenze geo-politiche e macroeconomiche. Il quadro sottostante, comunque, è tutt'altro che confortante: i venti di guerra hanno deteriorato un quadro macroeconomico già compromesso. Rallentamento in USA, deflazione in Giappone, semi-stagnazione in Europa: i favolosi – almeno per gli Stati Uniti – anni novanta sembrano un lontano ricordo, soprattutto dopo l'11 settembre. Le speranze di una ripresa dell'espansione sono legate ad un filo: condizione necessaria, sebbene non sufficiente, della ripresa è che il conflitto – qualora ci sia – sia breve e conduca ad un assetto stabile della regione mediorientale.

1.1 La congiuntura internazionale

Il 2003 è iniziato all'insegna dell'incertezza e, come sempre quando l'incertezza regna sovrana, il clima di fiducia, le decisioni di spesa e l'attività produttiva tendono a ristagnare in attesa che la situazione si chiarisca. L'unico dato certo, per il momento – facilmente prevedibile nell'eventualità di un conflitto con un paese produttore di petrolio e già registrato in occasione della guerra del Golfo del 1991 – è l'impennata del prezzo del petrolio.

A dire il vero, siamo ormai abituati a convivere con una dose addizionale di incertezza di natura extra-economica a partire dall'11 settembre del 2001. Il panorama geo-politico è in continuo e rapido mutamento e condiziona pesantemente gli sviluppi macroeconomici rendendo ancora più difficile la già non semplice attività dell'analista congiunturale. Nel breve periodo, se un nuovo conflitto ci sarà, come sembra, l'incertezza dovrebbe dissiparsi rapidamente a patto che esso sia di breve durata e porti ad un assetto stabile della regione. In questo caso, l'impennata del prezzo del petrolio dovrebbe rientrare rapidamente come già successo in occasione del precedente conflitto.

Gli Stati Uniti stanno sperimentando da alcuni anni – ben prima degli attentati del settembre 2001 – un ridimensionamento significativo e duraturo della

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

crescita rispetto alla lunga espansione *clintoniana*. I pacchetti di “stimolo” fiscale dell’amministrazione Bush hanno avuto finora effetti modesti e la politica monetaria accomodante di Greenspan ha margini di manovra limitati. Dagli USA quindi non provengono più quegli stimoli alla crescita che avevano sostenuto l’attività produttiva negli altri principali paesi industrializzati e di nuova industrializzazione nel corso degli anni ‘90. Inoltre, il progressivo deprezzamento del dollaro riduce la competitività di prezzo delle merci giapponesi ed europee. Per Giappone ed Europa, quindi, si moltiplicano le difficoltà ad esportare – sia per la contrazione degli sbocchi che per l’apprezzamento di euro e yen – e si esaurisce la spinta propulsiva da domanda estera netta.

Infatti, per quanto riguarda l’Europa, la Gran Bretagna ha rallentato e l’Unione Monetaria Europea complessivamente considerata sta attraversando un periodo di crescita bassa, inferiore a quella degli Stati Uniti. Si sta materializzando inoltre un’Eurolandia a due velocità, con le principali economie – Germania, Francia, Italia – in condizioni di semi-stagnazione mentre i sistemi economici più piccoli manifestano una maggior vivacità. Il grande malato del continente, dal punto di vista macroeconomico, è la Germania, il cui PIL rappresenta circa un terzo del PIL di Eurolandia. La possibilità di manovrare le leve monetaria e fiscale in Europa, inoltre, è fortemente condizionata dall’assetto istituzionale della BCE e dal Patto di Stabilità e Crescita. L’Unione Europea è inoltre alle prese con un complicato processo di allargamento (a 10 nuovi paesi) le cui conseguenze macroeconomiche sono di assoluto rilievo e sul quale ci soffermiamo nell’approfondimento di questo numero di *Osservatorio Monetario*.

Il quadro extra-europeo non è, d’altro canto, più incoraggiante. Il Giappone è appena uscito da un altro anno di stagnazione-deflazione. I paesi del Far East hanno subito una decelerazione della crescita. America Latina, Argentina e Brasile sono alle prese con difficili problemi di stabilizzazione macroeconomica. La crescita prosegue in Cina, anche se la contrazione dei mercati di sbocco dovuta al rallentamento congiunturale mondiale fa emergere un eccesso di capacità produttiva che si ripercuote sulla dinamica dei prezzi.

La TAB. 1.1 contiene i consuntivi 2002 e le previsioni 2003 di crescita del PIL e inflazione.

Entriamo un poco più nel dettaglio del consuntivo 2002 e delle tendenze congiunturali in questi primi mesi del 2003 per Stati Uniti, Eurolandia e Italia.

TAB. 1.1 – Crescita del PIL e inflazione 2002-2003

Aree geo-economiche	Tasso di crescita del PIL		Tasso di inflazione	
	2002	2003	2002	2003
USA	2,4	2,7	1,5	2,4
Area Euro	0,8	1,1	2,2	2,1
- Germania	0,2	0,6	1,4	1,0
- Francia	1,0	1,6	1,8	1,8
- Italia	0,4	1,2	2,4	2,7
- Spagna	2,1	2,2	3,4	3,4
Gran Bretagna	1,7	2,5	2,2	2,5
Estremo Oriente	5,5	5,6	2,7	2,6
- Giappone	-0,3	0,8	-1,0	-0,6
- Cina	7,9	7,5	-0,8	0,3
America Latina	-1,0	2,3	9,7	10,4

Fonte: Scenario Macroeconomico Caboto-IntesaBCI, gennaio 2003.

Stati Uniti. L'incertezza sul conflitto in Iraq tiene in sospeso le decisioni di consumo delle famiglie e di investimento delle imprese. Il 2002 si è chiuso con un quarto trimestre deludente (solo dell'1% l'incremento del PIL congiunturale annualizzato) che ha portato la crescita media annua al 2,4%, meglio dell'*annus horribilis* 2001 (+0,3%) ma decisamente peggio del 2000 (3,8%). Il tasso di disoccupazione a fine anno ha toccato il 6%.

Nella media del 2002 la crescita è stata sostenuta dai consumi privati (+3,1%) e dalla spesa pubblica, mentre è stato negativo il contributo degli investimenti fissi lordi (gli investimenti non residenziali sono diminuiti di quasi il 6%) e della domanda estera netta (le esportazioni sono diminuite dell'1% e le importazioni sono aumentate del 3,5%). Il tasso di inflazione ha subito quindi una consistente riduzione, scendendo all'1,5% contro il 3,2% del 2001 e del 2000.

Il presidente Bush ha presentato un nuovo pacchetto di "stimolo fiscale" (prevalentemente riduzione delle imposte) per 674 miliardi di dollari distribuiti in 10 anni. Nel corso del 2003 si dovrebbero avere tagli alle tasse per 100 miliardi di dollari circa. Tenuto conto delle difficoltà dell'iter legislativo e della necessità di raggiungere un compromesso con gli oppositori della manovra sia nel partito democratico che tra i moderati nel campo repubblicano, si stima che l'impatto macroeconomico della manovra sui consumi finali delle famiglie comincerà a manifestarsi solo nel secondo semestre del 2003 e sarà modesto per quanto riguarda la dinamica del PIL nel corso del 2003. Più consistente dovrebbe rivelarsi lo stimolo fiscale nel 2004.

Gli investimenti delle imprese hanno percorso nel 2002 sentieri differenziati: in forte calo quelli in macchinari e attrezzature (-6%), in rapido aumento quelli residenziali (+3%). Le condizioni di fondo per una ripresa dell'accumulazione di capitale fisico ci sono tutte (bassi tassi di interesse nominali, tassi reali negativi, miglioramento delle condizioni finanziarie delle imprese) tranne una: la prospettiva di una consistente e duratura ripresa della domanda finale. In assenza di questa condizione è lecito attendersi dalle imprese un proseguimento della stasi o solo un modesto incremento dell'attività di investimento. La politica monetaria resterà fondamentalmente accomodante (l'ultimo taglio dei tassi di intervento di 50 punti base risale a novembre 2002) ma, in presenza di aspettative non favorevoli, avrà effetti non rilevanti sull'attività economica.

Quanto al canale estero, esso ha dato un consistente contributo negativo alla crescita del PIL nel corso del 2002. Il deprezzamento del dollaro dovrebbe però consentire di contenere o stabilizzare il saldo della bilancia commerciale in percentuale del PIL attorno al 4-5% e quindi di limitare l'influenza negativa sulla crescita del PIL della domanda estera netta.

Infine, la spesa pubblica: la dinamica di questa voce della spesa aggregata dipenderà ovviamente dagli sviluppi diplomatici e militari ma il suo effetto non potrà che essere temporaneo.

Da queste sommarie valutazioni discende una previsione – tratta dallo scenario macroeconomico di Caboto-IntesaBCI ma sostanzialmente di consenso – di modesta accelerazione della crescita e dell'inflazione nel 2003. La previsione potrebbe rivelarsi ottimistica se il conflitto dovesse perdurare rendendo persistente lo shock da offerta negativo legato all'incremento dei prezzi del petrolio.

Eurolandia. Nel corso del 2002, l'Unione Monetaria Europea ha percorso un sentiero di crescita estremamente lenta: 0,8% (1,4% nel 2001 e 3,5% nel 2000). Sul finire del 2002, inoltre, secondo le stime disponibili, la crescita si è praticamente arrestata e dovrebbe riprendere secondo le previsioni di consenso nel secondo semestre del 2003.

I fattori che hanno penalizzato maggiormente l'economia di Eurolandia sono sostanzialmente due: il rallentamento della crescita statunitense nel corso dell'ultimo biennio che ha ridotto l'assorbimento di merci europee all'estero e,

soprattutto, l'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro (circa il 20% nell'arco del solo 2002) che ha eroso la competitività di prezzo delle merci europee. Questi fattori hanno arrestato la spinta alla crescita trainata dalla domanda estera netta che aveva sostenuto l'economia europea sul finire degli anni novanta. Essi hanno aggravato un quadro congiunturale che già soffriva di evidenti limiti nella capacità di crescita delle principali economie continentali. Ovviamente, l'incertezza da imminente conflitto in Iraq ha aggiunto un elemento di ulteriore deterioramento al quadro macroeconomico.

In un contesto di complessivo ridimensionamento della crescita, inoltre, il 2002 ha evidenziato la biforcazione dei sentieri di espansione tra le principali economie continentali e le economie minori: le prime crescono meno rapidamente delle seconde. La “grande malata” del continente è la Germania, il cui tasso di “crescita” nel corso del 2002 è stato dello 0,2%. A tassi analoghi ristagnano le economie dei paesi dell'ex area del marco, che gravitano e dipendono da quella tedesca (Olanda e Belgio soprattutto). L'Italia ristagna allo 0,4%. La Francia cresce all'1% circa. Decisamente migliori le performance di Spagna e Portogallo (circa il 2%), Grecia (3,6%), Irlanda (4,6%).

L'Europa a due velocità è in verità un fenomeno presente fin dalla nascita dell'UME. La relativa novità della presente situazione congiunturale è l'entità del rallentamento subito dalle grandi economie continentali, in primo luogo la Germania. Qualche analista congiunturale si è spinto fino a connotare la situazione macroeconomica in Germania nell'ultimo biennio come una sorta di “agonia” congiunturale. La diagnosi non è semplice. A elementi di carenza della domanda aggregata – a cominciare dalle esportazioni nette, colpite come si è detto dall'apprezzamento dell'euro e dal rallentamento congiunturale mondiale – si sommano fattori di offerta. Si è insistito molto, anche a livello governativo, sulla riforma del mercato del lavoro: una commissione di esperti nominata dal Governo ha recentemente prodotto un rapporto fitto di raccomandazioni intese a fornire maggior flessibilità al mercato del lavoro, irrigidito dal modello “corporatista” vigente nel capitalismo renano.

La leva fiscale è inutilizzabile dal momento che la Germania ha già superato il limite del 3% del rapporto deficit/PIL fissato dal Patto di Stabilità e crescita. Quanto a quella monetaria, ovviamente, sta alla BCE fissare le linee guida della politica monetaria dell'Euro-sistema. L'ultimo intervento della BCE

risale al dicembre 2002, con il taglio del tasso di rifinanziamento al 2,75%. Dopo quell'intervento, i vertici della BCE hanno dichiarato di ritenere il livello dei tassi di interesse "appropriato". Tuttavia, la drammatica situazione congiunturale delle principali economie continentali e il forte e persistente apprezzamento dell'euro potrebbero indurre la BCE ad un nuovo allentamento delle condizioni monetarie nel prossimo futuro. Infatti, l'apprezzamento dell'euro attenua le già deboli tensioni inflazionistiche e allarga la forbice tra crescita effettiva e crescita potenziale dell'economia. Esistono, quindi, almeno sulla carta, le ragioni (stagnazione) e le condizioni (modesti rischi inflazionistici) di un accomodamento monetario.

Riforma del mercato del lavoro e nuovo taglio dei tassi di interesse, comunque, si materializzeranno solo nel medio periodo. Nel breve periodo, la prospettiva rimane plumbea: le previsioni di consenso attribuiscono alla "crescita" del 2003 solo qualche decimale in più.

Italia. Anche per l'Italia il 2002 è stato un anno di semi-stagnazione. Il PIL è cresciuto in media annua dello 0,4%, il peggior risultato dalla recessione del 1993. Se si prescinde dal 1993, il risultato macroeconomico è il più deludente dell'ultimo ventennio. Va ricordato, tuttavia, che nel secondo semestre dell'anno la dinamica dell'attività produttiva è stata un poco più vivace. Il quarto trimestre ha registrato una variazione congiunturale annualizzata dell'1,6% circa, trainata in parte dall'eccezionale incremento delle immatricolazioni di nuove automobili stimolato dalla prospettiva della fine delle agevolazioni (eco-incentivi). Inoltre, la stagnazione dell'economia non si è tradotta in una flessione dell'occupazione ma si è accompagnata ad un ulteriore aumento degli occupati (1,4% nel 2002) sebbene meno pronunciata che nel 2001 (2%).

Nella TAB. 1.2 abbiamo riportato i dati relativi alla dinamica del PIL e delle principali voci di spesa.

Come si nota dalla tabella, il contributo dei consumi delle famiglie e degli investimenti alla crescita del PIL è stato pressoché nullo, mentre quello della domanda estera netta è stato negativo. La spesa pubblica (consumi collettivi) ha parzialmente attenuato la frenata.

Nonostante la fiacchezza della domanda finale, il tasso di inflazione si è mantenuto al di sopra della media europea: nella media del 2002 il tasso di

crescita dei prezzi al consumo armonizzato è stato del 2,5%; l'ultimo dato relativo a febbraio segnala una crescita dei prezzi al consumo del 2,6%.

TAB. 1.2 – Dinamica del PIL e delle sue componenti
(variazione % media annua)

	2001	2002
PIL	1,8	0,4
Consumi delle famiglie	1,0	0,4
Consumi collettivi	3,5	1,7
Investimenti fissi lordi	2,6	0,5
Esportazioni	1,1	-1,0
Importazioni	1,0	1,5

1.2 Premesse e conseguenze macroeconomiche dell'allargamento

L'attuale semestre di presidenza greca dell'Unione Europea prevede lo svolgimento di un vertice dedicato espressamente alla firma del Trattato di Adesione¹ con cui verrà definitivamente stabilita la base legale del processo di allargamento dell'Unione europea verso 8 paesi dell'Europa Centro-Orientale (Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Slovacchia, Ungheria e Slovenia) e 2 paesi dell'area mediterranea (Malta e Cipro). A partire da quel momento i 10 paesi candidati avranno un anno di tempo per ratificare il Trattato. In assenza di (improbabili) battute d'arresto nel processo di ratifica², l'allargamento verrà avviato a partire dal 1° maggio 2004 e gli attuali paesi candidati potranno partecipare a pieno titolo alle prossime elezioni del Parlamento europeo.

In questa breve nota ci proponiamo di illustrare le origini, le pre-condizioni e le conseguenze del processo di allargamento attualmente in corso, concentrando la nostra attenzione sugli 8 Paesi della Europa Centro-Orientale (PECO), candidati ad entrare a far parte dell'Unione stessa.

¹ Il 5 febbraio è stato definitivamente approvato dal Comitato dei Rappresentanti Permanenti il testo del Trattato di Adesione che riprende e definisce in modo più preciso i risultati raggiunti in occasione del vertice di Copenhagen del dicembre 2002. Questo testo è stato presentato al Parlamento europeo il giorno 19 febbraio e verrà firmato il prossimo 16 aprile ad Atene.

² L'unica vera incognita è al momento rappresentata dalla Polonia, in quanto negli ultimi anni qualsiasi referendum svoltosi in quel paese non ha mai raggiunto il *quorum* previsto dalla legge.

1.2.1 Cenni storici

La Comunità Economica europea viene istituita nel 1958 da 6 Stati aventi allora 170 milioni di abitanti. A distanza di 45 anni l'Unione europea si appresta ad essere costituita da 25 Stati nazione aventi nel complesso una popolazione di quasi 470 milioni di abitanti. La realizzazione di un mercato unico di dimensioni maggiori di quello statunitense costituisce il punto di arrivo di un processo di integrazione che, dopo aver portato la Comunità ad espandersi sia verso Nord – con l'adesione nel 1973 di Irlanda, Regno Unito e Danimarca – che verso Sud – con l'allargamento nel corso degli anni '80 verso Spagna Portogallo e Grecia – ha interessato i paesi dell'Europa Centro-Orientale, a partire dalla caduta del Muro di Berlino.

Le fondamenta di questo processo di ulteriore ampliamento vengono poste al Consiglio di Copenhagen del 1993 – in occasione del quale sono definite le condizioni politiche, giuridiche ed economiche, che i paesi candidati devono soddisfare per potere entrare a far parte della UE – e sono ulteriormente rafforzate in occasione del Consiglio di Essen alla fine del 1994 – quando viene ufficializzata la strategia di pre-adesione basata sui cosiddetti Accordi europei (*European Agreements*). Tali Accordi forniscono il quadro di riferimento legale entro cui vengono avviate le relazioni bilaterali tra ogni singolo paese candidato e l'Unione europea riguardanti aspetti commerciali, industriali e doganali. Mediante gli *European Agreements* si pongono inoltre i presupposti per la costituzione di un'area di libero scambio³ e per l'adozione di una legislazione simile a quella comunitaria all'interno dei paesi candidati. Al fine di favorire il raggiungimento di questi obiettivi viene contemporaneamente definito un programma di assistenza finanziaria a vantaggio dei paesi candidati⁴ e viene assunto l'impegno a mantenere vivo un dialogo strutturato tra le parti. Al termine del 1997, in occasione del Consiglio di Lussemburgo, viene rafforzata la strategia di pre-adesione con riferimento a 6 degli attuali 10 paesi candidati, senza però precludere la possibilità che altri paesi – come in effetti sarà – possano successivamente avanzare la loro

³ La costituenda area di libero scambio è caratterizzata dall'adozione del principio di reciprocità in presenza di trattamento asimmetrico; in altri termini, l'Unione europea realizza la liberalizzazione commerciale più velocemente di quanto non facciano i PECO.

⁴ Tale programma di assistenza finanziaria viene più precisamente definito in occasione del Consiglio di Berlino del 1999.

candidatura. Nel dicembre scorso – in occasione del Summit di Copenhagen – il Consiglio europeo chiude le negoziazioni con i paesi candidati e dà l'avvio alla ultima fase dell'allargamento.

1.2.2 La condizionalità dell'Unione Europea

Nel Consiglio di Copenhagen del giugno 1993 gli Stati allora membri della Comunità hanno definito i criteri (di carattere politico, giuridico ed economico) di selezione dei paesi che avevano già presentato (o avrebbero presentato) richiesta di adesione all'Unione Europea.

Secondo i criteri di condizionalità politica, un paese candidato può entrare a far parte della UE solo dopo aver costituito delle istituzioni democratiche stabili che garantiscano l'applicazione della legge, il rispetto dei diritti umani e civili nonché la tutela delle minoranze. Secondo i criteri della condizionalità comunitaria, un paese candidato può entrare a far parte della UE qualora abbia dimostrato la capacità di recepire l'*acquis* comunitario, vale a dire l'insieme di regole e norme che i paesi membri della Comunità si sono dati a partire dalla sua costituzione. Infine, secondo i criteri della condizionalità economica, un paese candidato può entrare a far parte della UE qualora abbia trasformato il sistema economico pianificato in una economia di mercato in grado di resistere alle pressioni competitive provenienti dal resto della UE.

A partire dal 1997, la Commissione ha considerato annualmente i progressi realizzati dai paesi candidati in questi tre ambiti. In particolare, la Commissione ha valutato il rispetto della condizionalità economica analizzando lo sviluppo di un'economia di mercato attraverso il monitoraggio dei progressi realizzati in tema di liberalizzazione del sistema dei prezzi, il raggiungimento di una condizione di stabilità macroeconomica, l'adeguato sviluppo dei sistemi finanziari, l'assenza di barriere all'entrata e all'uscita e la presenza di un sistema di diritti di proprietà in grado di garantire l'applicazione e il rispetto dei contratti. Per quanto concerne invece i progressi realizzati sul fronte della capacità di resistenza a pressioni competitive, la Commissione ha concentrato la sua attenzione sulla presenza di un adeguato stock di capitale (sia fisico che umano) oltre che di capitale fisso sociale (infrastrutture utili per il mantenimento nel tempo di un processo di sviluppo), sull'intensità dell'intervento di organismi

statali all'interno dei sistemi economici e sul grado d'integrazione commerciale con il resto dei paesi della UE.

1.2.3 Una sintesi dei risultati della transizione

La Commissione ha prodotto nello scorso mese di ottobre una valutazione ufficiale sullo stato della convergenza. Sotto il profilo politico, l'unico paese che risulta attualmente ancora deviante rispetto agli standard dell'Unione è la Turchia⁵; al contrario, sotto il profilo della condizionalità comunitaria la Commissione ha evidenziato dei progressi importanti per tutti e 10 i paesi candidati, tali da garantire il recepimento di tutti gli obblighi derivanti dall'*acquis* comunitario entro la data di avvio del processo di allargamento. Un giudizio più variegato è stato invece prodotto con riferimento ai criteri di condizionalità economica. Secondo il rapporto stilato dalla Commissione, solo Cipro e Malta sono attualmente in grado di soddisfare i requisiti economici. Gli altri 8 paesi candidati (tutti i PECO) sono invece stati giudicati come economie di mercato che saranno pronte a resistere alla pressione competitiva della UE solo a partire dal 2004, a condizione che le riforme attualmente in corso al loro interno vengano mantenute in vita con intensità adeguata. Tuttavia, sulla base di queste considerazioni la Commissione ha ritenuto opportuno raccomandare il completamento delle negoziazioni per l'adesione alla UE per tutti e 10 i paesi candidati⁶.

La convergenza economica secondo i criteri previsti dal Trattato di Copenhagen è stata raggiunta al termine di una fase di transizione alquanto rapida, avviata all'indomani del crollo dei regimi comunisti con l'obiettivo di trasformare in un lasso di tempo relativamente breve le precedenti economie pianificate in economie di mercato.

⁵ Per quanto riguarda Cipro la questione è invece non ancora chiara per via delle difficoltà di carattere politico legate alla attuale divisione dell'isola tra popolazione di origine turca e greca. E' possibile che la UE decida di accettare Cipro al suo interno come paese diviso, rifiutandosi però di erogare – almeno inizialmente – i finanziamenti già stanziati alla minoranza turca, in quanto non firmataria del preambolo al programma stilato dalle Nazioni Unite.

⁶ Per Bulgaria e Romania – che hanno già presentato domanda di adesione – l'entrata nella UE dovrebbe avvenire non prima del 2007, in quanto non sono ritenute attualmente in grado di soddisfare i requisiti di condizionalità economica previsti dal Trattato di Copenhagen. A questi paesi va aggiunta la Croazia che – una volta superate alcune difficoltà di carattere politico – entrerà probabilmente a far parte della UE.

La transizione è stata caratterizzata da riforme, aventi l'obiettivo di garantire una condizione di stabilità macroeconomica – rappresentata dal conseguimento di un tasso di inflazione basso e stabile e da una situazione di finanza pubblica equilibrata – raggiunta anche attraverso l'adozione (almeno nel corso dei primi anni) di un regime di cambio fisso. Al tempo stesso sono state introdotte riforme di carattere microeconomico e commerciale, volte sia a liberalizzare il sistema dei prezzi⁷ che a favorire – anche attraverso un maggior grado d'integrazione commerciale con il resto del mondo – un aumento del grado di concorrenza ed un incremento del peso del settore privato nel sistema economico. Le riforme hanno inizialmente causato un consistente calo dei livelli di attività economica con un aumento della disoccupazione – il cui costo è stato in parte attenuato dalla introduzione di sussidi di disoccupazione e di schemi di erogazione di benefici sociali di varia natura – che si è talvolta accompagnata ad una notevole accelerazione del processo inflazionistico.

TAB. 1.3 – Indicatori macroeconomici dei Paesi Candidati
(media 1997-2001)

	PIL	Inflazione	Disoccupazione	Bilancio pubblico
	Var. %	Media annua	% Forza lavoro	% PIL
Bulgaria	2,0	9,8	15,2	0,5
Cipro	4,2	2,7	4,3	-4,0
Rep. Ceca	1,1	5,6	7,1	-3,8
Estonia	5,2	6,1	11,5	-0,5
Ungheria	4,5	12,4	7,4	-5,4
Lettonia	6,1	3,9	14,0	-1,7
Lituania	3,6	3,3	16,5	-2,9
Malta	3,4	3,6	6,0	-8,8
Polonia	4,2	9,9	13,6	-2,8
Romania	-1,0	46,3	6,2	-4,0
Slovacchia	3,3	8,9	15,7	-7,0
Slovenia	4,2	8,0	6,8	-2,3
Turchia	1,2	69,9	7,3	-15,7

A distanza di poco più di 10 anni dall'inizio del processo di transizione il bilancio è sostanzialmente positivo. In tutte le economie il settore privato concorre per più del 50% alla formazione del reddito nazionale, a seguito di un intenso

⁷ Con la eccezione di alcuni prezzi come quello dell'energia, delle abitazioni e – in taluni casi – del fattore lavoro.

processo di privatizzazione che ha interessato praticamente i settori produttivi di quasi tutte le economie considerate⁸. La privatizzazione ha riguardato non solo il settore industriale e della distribuzione ma anche quello della intermediazione finanziaria, che ha contestualmente raggiunto un discreto grado di efficienza e di stabilità. Il vecchio sistema “monobanca” fondato su di una singola banca statale che svolgeva al tempo stesso la funzione di Banca Centrale e di Banca Commerciale e di investimento è stato smantellato per lasciare posto ad una rete di banche private spesso controllate da capitale estero.

TAB. 1.4 – Principali indicatori strutturali dei Paesi Candidati (2001)

	Superfici	Abitanti	PIL in PPA			Agricoltura	
	1000 kmq	milioni	mld. euro	Pro-capite	% UE	% V.A.	% Occup.
Bulgaria	111	7,9	51,5	6.500	28	13,8	26,7
Cipro	9	0,8	14,1	18.500	80	3,9	4,9
Rep. Ceca	79	10,2	136	13.300	57	4,2	4,6
Estonia	45	1,4	13,4	9.800	42	5,8	7,1
Ungheria	93	10,2	121,3	11.900	51	4,3	6,1
Lettonia	65	2,4	18,1	7.700	33	4,7	15,1
Lituania	65	3,5	30,3	8.700	38	7,0	16,5
Malta	0,3	0,4	4,6	11.700	55	2,4	2,2
Polonia	313	38,6	355,5	9.200	40	3,4	19,2
Romania	238	22,4	132,2	5.900	25	14,6	44,4
Slovacchia	49	5,4	59,7	11.100	48	4,6	6,3
Slovenia	20	2,0	31,9	16.000	69	3,1	9,9
Turchia	775	68,6	356,8	5.200	22	12,1	35,4

Dopo l’iniziale fase recessiva, ha preso l’avvio – nella seconda metà degli anni ’90 – un processo di crescita sostenuta e mediamente superiore a quella registrata nell’area UE-UME (TAB. 1.3). La crescita – che ha favorito una consistente riduzione del peso del settore agricolo (espresso sia in termini di occupati che di contributo alla produzione di valore aggiunto) – ha portato il reddito medio pro-capite dei paesi candidati (espresso in PPA) quasi al 40% della media UE (dati di fine anno 2002, vedi la TAB. 1.4)⁹. Contemporaneamente l’inflazione - benché ancora superiore al resto dell’UE - si è sensibilmente ridotta.

⁸ Ad eccezione di quello agricolo e siderurgico polacco. Un discorso a parte merita la Romania ove il processo di privatizzazione è stato assai contenuto in tutti i settori.

⁹ Ricorrendo ad una comparazione basata sui tassi di cambio correnti il divario risulta ovviamente assai maggiore.

Dopo i primi anni di regime quasi iperinflazionistico (in Polonia nei primi anni di transizione venne registrata un'inflazione superiore al 200%, mentre nelle tre repubbliche baltiche si arrivò ad un tasso di crescita dei prezzi superiore al 100%), la dinamica del livello generale dei prezzi è sensibilmente rallentata, grazie anche alla diffusa istituzione di Banche Centrali indipendenti che hanno adottato un'esplicita strategia di *inflation targeting* (spesso unita al ritorno verso regimi di cambio flessibili¹⁰).

**TAB. 1.5 – Indicatori di apertura reale e finanziaria
dei Paesi Candidati (2001)**

	Commercio estero				Partite correnti	IDE	
	Ex/Im %	<u>Ex UE</u> Ex tot.	<u>Im UE</u> Im tot.	Saldo vs. UE mln. euro	% PIL	Stock Pro- capite Euro	Afflusso netto % PIL
Bulgaria	76,3	54,8	49,4	-380	-6,0	272	5,1
Cipro	13,0	49,0	55,5	-1.670	-4,5	n.d.	1,8
Rep. Ceca	91,6	68,9	61,8	-2.376	-4,7	2.284	8,7
Estonia	77,0	69,4	56,5	-19	-6,1	2.084	9,7
Ungheria	90,5	74,3	57,8	481	-2,2	1.790	4,7
Lettonia	57,1	61,2	52,6	-466	-9,7	970	2,3
Lituania	72,1	47,8	44,0	-773	-4,8	720	3,7
Malta	71,8	41,3	63,6	-1.304	-4,8	n.d.	8,8
Polonia	71,8	69,2	61,4	-8.976	-4,1	952	3,2
Romania	7,0	67,8	57,3	-967	-5,9	245	2,8
Slovacchia	85,5	59,9	49,8	264	-8,8	521	6,3
Slovenia	91,2	62,2	67,7	-1.819	-0,4	1.527	1,9
Turchia	75,8	51,6	44,6	67	2,3	n.d.	2,2

In alcuni paesi, tuttavia, permangono squilibri in campo fiscale e nei conti con l'estero di parte corrente. La presenza di disavanzi pubblici è da ascrivere – oltre che al recente rallentamento ciclico – alle spese *una tantum* necessarie per sostenere il processo di ristrutturazione del sistema industriale e bancario e alla incapacità di gestire in modo efficiente la raccolta delle imposte. Sul fronte dei conti con l'estero ha invece pesato la compresenza di un tasso di risparmio relativamente ridotto e di un tasso di investimento abbastanza elevato, riconducibile al *catching up* in corso. Peraltro il deficit di parte corrente – spesso

¹⁰ L'abbandono del regime di *pegging* inizialmente adottato è stato reso necessario per impedire una ampia e diffusa sopravvalutazione del tasso di cambio reale dovuta alla fissità del cambio nominale in presenza di inflazione elevata.

dovuto al forte aumento dell'interscambio con i paesi dell'Unione Europea (TAB. 1.5), che rappresenta il principale mercato di origine dell'import e di sbocco dell'export dei PECO – è stato ampiamente finanziato da afflussi di capitali a lungo termine, che originariamente erano destinati quasi esclusivamente all'Ungheria, ma che successivamente si sono diretti anche verso regioni quali la Repubblica Ceca, la Slovacchia e la Polonia. Segno evidente di come il mercato abbia iniziato a giudicare come aree economicamente affidabili – dove è conveniente effettuare investimenti anche di lungo termine, proprio per via della ritrovata stabilità macroeconomica ed affidabilità giuridica – Stati che sino a qualche anno fa non erano neppure presi in considerazione come aree di destinazione dell'attività di Investimento Diretto Estero (IDE).

1.2.4 Le conseguenze: benefici e costi

L'allargamento verso Est costituisce – per dirla con le stesse parole di diversi documenti ufficiali prodotti dall'Unione europea – un processo che dovrebbe favorire, mediante l'intensificazione dei legami di natura commerciale e finanziaria, l'estensione dell'area di stabilità e prosperità caratterizzante l'attuale UE. L'aspettativa¹¹ è che per questi paesi l'allargamento costituisca un fenomeno analogo a quello che caratterizzò diverse nazioni europee all'indomani della loro entrata nella Comunità Economica europea e che produsse l'avvio di un vero e proprio processo di *catching up*. Basterà ricordare a tale proposito che nel giro di soli 15 anni, il Portogallo e la Spagna incrementarono il proprio reddito pro-capite rispettivamente dal 55 al 75% e dal 75 all'85% di quello medio UE; nello stesso lasso di tempo l'Irlanda riuscì a realizzare un miglioramento ancor maggiore, con un incremento del proprio reddito pro-capite dal 70 al 120% di quello medio comunitario¹². In effetti stime recentemente prodotte dalla Commissione mostrano un'accelerazione della crescita del PIL compresa tra l'1,3 e il 2,1% nell'area PECO e dello 0,7% per i paesi dell'area UE, a conferma dell'esistenza di un beneficio netto positivo, sia per i paesi membri che per i paesi

¹¹ Questa aspettativa è condivisa dagli stessi abitanti dell'area PECO come dimostrato dalle ultime indagini condotte attraverso la rilevazione "eurobarometro" da parte della Commissione europea, da cui risulta che il sostegno a questa iniziativa è ancora in forte crescita nella maggior parte dei paesi candidati.

¹² A ciò si deve peraltro aggiungere un consistente miglioramento dei tassi di occupazione, degli standard lavorativi e sanitari oltre che una riduzione dell'inequità distributiva.

in procinto di entrare nella UE, indotto dall'allargamento. Stime non dissimili erano state elaborate qualche tempo prima da istituti di ricerca privati che valutavano il beneficio dell'allargamento in ragione di 10 miliardi di euro per i paesi UE e di oltre 23 miliardi di euro per i paesi candidati.

Tuttavia questi scenari aggregati prescindono dalla considerazione di un altro aspetto sostanziale: quello legato alla concreta possibilità che l'allargamento sia al tempo fonte di costi per alcune categorie di operatori, residenti sia all'interno dei PECO che nell'area UE-UME.

a) Nell'area PECO

In primo luogo il processo di *catching up* richiede – per essere avviato e mantenuto nel tempo – non solo la realizzazione di cospicui flussi di investimenti¹³, ma anche l'attuazione di ulteriori costose riforme economiche e istituzionali. Ad esempio, la partecipazione al mercato agricolo comune richiede l'introduzione di normative e il rispetto di norme igienico-sanitarie ben più stringenti di quelle attualmente vigenti in questi paesi, che determinano un notevole incremento dei costi per gli agricoltori coinvolti¹⁴. Più in generale tutti i paesi candidati dovranno – a partire dall'anno 2004 – adeguare i propri standard ambientali e infrastrutturali a quelli comunitari, attraverso una riallocazione di risorse sui loro bilanci pubblici, sottraendole ad altri comparti di spesa quali educazione, sanità e pensioni.

Inoltre il settore agricolo sopporterà ulteriori costi dovuti al funzionamento della Politica Agricola Comunitaria (PAC). I divari tra i prezzi dei prodotti agricoli prodotti nella UE e nei PECO sono fortemente diminuiti negli ultimi anni a causa dell'apprezzamento del cambio nominale di molte monete PECO; della riduzione del supporto fornito dalla PAC ai paesi UE; dell'introduzione di meccanismi di supporto ai prezzi nei paesi PECO. Pertanto svariati prodotti agricoli (come il latte) hanno prezzi più elevati nell'area PECO che nella UE: di conseguenza una volta entrati nella UE, il settore agricolo dei PECO fronteggerà

¹³ Inoltre gli investimenti in infrastrutture sono solo co-finanziati dalla UE. Di conseguenza i paesi candidati dovranno reperire le risorse necessarie per poter ottenere il co-finanziamento UE.

¹⁴ Molti dei paesi candidati non hanno ancora predisposto il sistema integrato di gestione e di controllo (IACS) che implica anche la realizzazione di un sistema di identificazione degli appezzamenti agricoli (indispensabile per la gestione dei pagamenti diretti da parte dell'Unione a vantaggio degli agricoltori).

una riduzione dei prezzi, con evidenti conseguenze negative sul tenore di vita degli operatori interessati.

b) Nell'area UE

L'allargamento determina anche per i paesi UE dei costi aventi una duplice natura. Da un lato vi sono i costi legati alla revisione dell'architettura istituzionale imposta dalla maggior numerosità dei paesi partecipanti alla Unione. Ad esempio – come già previsto nel Trattato di Nizza - verranno rivisti il numero dei seggi al Parlamento europeo, oltre che le regole riguardanti le procedure di voto della Banca Centrale europea. E' infatti lecito immaginare che alcuni dei paesi attualmente candidati chiederanno in un futuro abbastanza prossimo di poter aderire all'Unione Monetaria¹⁵, provocando in tal modo un cospicuo aumento dei Governatori facenti parte dell'attuale Consiglio dei Governatori. Al fine di garantire l'esistenza di un organismo che sia in grado di soddisfare non solo il requisito della rappresentatività dei paesi membri dell'Unione ma anche quello della tempestività decisionale, diventa quindi necessario modificare le regole attualmente vigenti¹⁶.

Tuttavia, i costi più rilevanti attengono alla dimensione economica dell'allargamento. Nonostante i timori sollevati da più parti, i costi maggiori non riguardano però né il fattore lavoro né il mercato dei prodotti agricoli, ma l'impatto su alcune voci del bilancio comunitario.

Il notevole divario di reddito e salari esistente tra UE e PECO costituisce in linea di principio un forte incentivo per la forza lavoro dei paesi candidati a muoversi verso Ovest. Tuttavia, secondo un recente studio, nel 2010 meno dell'1% della forza lavoro dell'area UE-15 sarà derivata da fenomeni di migrazione da Est a Ovest negli anni successivi al 2004; l'impatto sui livelli salariali dei lavoratori della attuale UE dovrebbe quindi essere contenuto. Su questo risultato pesano due importanti elementi: l'attuale scarsa propensione all'emigrazione in diversi paesi – quali Ungheria, Polonia e Repubblica Ceca¹⁷; la

¹⁵ Ovviamente l'adesione all'Unione Monetaria richiederà innanzitutto il rispetto dei requisiti di convergenza di Maastricht.

¹⁶ Va ricordato che il Trattato di Nizza conferisce proprio alla BCE il potere di iniziativa in materia di revisione della costituzione del Consiglio dei Governatori e delle procedure di votazione al suo interno.

¹⁷ La propensione a migrare non è solo scarsa ma appare anche limitata ad orizzonti temporali brevi (per lo svolgimento di lavori stagionali o frontalieri).

limitazione alla mobilità della forza lavoro tra Est e Ovest indotta (per un periodo minimo di 5 anni ad uno massimo di 7¹⁸) da uno dei regimi transitori che regolano il funzionamento dell'Unione allargata nei suoi primi anni di vita (Riquadro 1.1). Alternativamente, è stata sottolineata la possibilità che sia la mobilità del fattore capitale – realizzata attraverso attività di IDE all'interno delle regioni orientali – a provocare conseguenze negative sui salari dei lavoratori UE. La rilocalizzazione di attività produttive all'interno dei PECO e a scapito delle regioni dell'attuale UE sarebbe la causa della maggior domanda di lavoro non professionalizzato (*unskilled*) all'interno dei primi (e a scapito dei secondi), con effetti ancora una volta negativi per i salari dei lavoratori UE. Tuttavia, su questo ultimo punto mancano delle stime quantitative precise.

D'altro canto, l'entrata dei PECO sul mercato agricolo comune avrà un impatto diretto modesto sulla attuale UE. Non va infatti dimenticato che il peso di questo settore – ancora oggi consistente all'interno dei PECO – è oltremodo modesto se rapportato al prodotto e all'occupazione comunitaria. Inoltre negli ultimi anni la bilancia agro-alimentare tra UE e PECO è risultata in surplus; le considerazioni svolte in precedenza con riferimento al funzionamento futuro del mercato agricolo comunitario inducono a ritenere che questo surplus non verrà eroso tanto velocemente.

Diversamente dal mercato del lavoro e da quello agricolo, il bilancio comunitario sarà invece decisamente influenzato dall'allargamento. E' importante chiarire che questo risultato non discende da una maggiore pressione tributaria dovuta alla necessità di finanziare le maggiori spese previste per l'allargamento¹⁹. Il Consiglio europeo di Berlino del 1999 aveva infatti stabilito che l'attuazione del processo non avrebbe modificato il tetto delle risorse proprie pari all'1,27% del PIL dell'UE. Tale decisione ha fatto sì che le maggiori spese connesse all'allargamento e alle strategie di pre-adesione abbiano avuto l'effetto di comprimere l'entità relativa degli altri capitoli di spesa²⁰.

¹⁸ Tale norma transitoria non si applica ai lavoratori di Malta e Cipro.

¹⁹ Peraltro va ricordato che non esiste alcun legame diretto tra le voci di spesa del bilancio UE e le tasse praticate all'interno di ogni stato-nazione.

²⁰ Va da sé che in valore assoluto l'entità della compressione è ridotta dal fatto che il prodotto comunitario continua nel frattempo a crescere.

RIQUADRO 1.1 – La definizione dei regimi transitori

Esistono dei regimi transitori che sono stati introdotti per limitare – almeno inizialmente – sia l’impatto (di carattere regionale o settoriale) sui paesi UE della partecipazione dei PECO all’Unione, che le conseguenze per i PECO del recepimento dell’*acquis* comunitario. A tutt’oggi sono state accolte meno di 200 domande avanzate dai paesi candidati per introdurre norme transitorie. Mentre nel caso dei paesi UE la richiesta di norme transitorie è inferiore alla trentina. Una particolare norma transitoria riguarda il funzionamento del comparto agricolo. Al fine di facilitare il recepimento dell’*acquis* comunitario in campo agricolo la UE ha disposto per il periodo 2000-2006 (gli anni pre-adesione e i primi tre anni di funzionamento della UE allargata) il cosiddetto SAPARD (*Special Assistance Programme for Agriculture and Rural Development*): un pacchetto di aiuti finanziari volti a sostenere lo standard di vita nelle regioni rurali che saranno maggiormente interessate dall’entrata nel mercato comune agricolo. Vale la pena ricordare che su tale punto si è prodotto un aspro scontro tra UE e PECO; questi ultimi chiedevano che, già a partire dall’anno 2005, gli agricoltori potessero ottenere il 35% dei sussidi a loro disposizione, mentre la UE era arroccata sulla originaria posizione esposta al Summit di Berlino del 1999 secondo cui i benefici agricoli sarebbero stati pari al 10% delle somme stanziare ed erogati su un arco decennale. La soluzione raggiunta prevede che al primo anno, 2004, gli agricoltori incassassero il 25% degli aiuti contestualmente erogati ai loro colleghi della UE, per arrivare gradualmente ad un contributo uguale a quello degli agricoltori UE-15 solo nell’anno 2013. Rispetto a questa norma transitoria il Governo polacco è riuscito ad ottenere la concessione di elevare la quota degli aiuti ai propri agricoltori al 55% del valore comunitario a regime sin dall’anno 2004²¹.

In particolare risulterà influenzata la voce dedicata ai Fondi Strutturali, che per circa due terzi sono allocati alla promozione dello sviluppo e all’aggiustamento strutturale delle regioni sottosviluppate (definite nel gergo comunitario come obiettivo 1 e aventi un reddito pro-capite inferiore al 75% di quello medio comunitario). Negli ultimi anni questi fondi sono affluiti in quantità notevole in Grecia e Portogallo (3% del PIL) – così come in Spagna e Irlanda (1% del PIL) – contribuendo in modo determinante al rafforzamento del processo di crescita di questi paesi e delle regioni più arretrate al loro interno. L’entrata in gioco dei PECO – oltre a far diminuire la quota relativa destinata a questo capitolo di spesa – contribuirà a ridurre il reddito medio comunitario. In questo modo si verrà a produrre una notevole diversione dei fondi strutturali a danno delle regioni UE e a vantaggio delle regioni più povere dell’area PECO. E’ stato calcolato che

²¹ Peralto il governo polacco in qualità di rappresentante dell’economia più grande tra le 10 - ed in assenza di un fattivo coordinamento tra i diversi PECO – è riuscito a sfruttare la sua posizione di forza relativa ottenendo a) una maggiore quota latte (un risultato importante visto la rilevanza di questa attività in Polonia) b) la possibilità di richiedere l’applicazione di una clausola di salvaguardia – da parte della Commissione - a vantaggio della propria produzione agricola qualora vi sia evidenza di *disruption* del suo mercato a seguito dell’allargamento.

le 26 regioni dell'area UE-15 attualmente coperte dall'Obiettivo 1 dei Fondi Strutturali perderebbero la eleggibilità a ricevere fondi di questo tipo. Al tempo stesso aumenterebbe, rispetto alla situazione attuale, il numero delle regioni coperte da questi trasferimenti, che sarebbero tutte dell'area PECO.

A ciò si deve aggiungere l'effetto indiretto – che si sta già manifestando – dovuto alla minor capacità di attrazione degli IDE da parte delle regioni periferiche UE. Infatti, al crescere della stabilità macroeconomica dei PECO, aumenta la loro capacità di attrarre IDE, a svantaggio delle regioni meridionali della UE. E' notizia di questi ultimi giorni che gli IDE in Portogallo si sono dimezzati nell'arco di soli due anni, per effetto della cospicua riallocazione di questi investimenti all'interno di paesi come la Polonia e la Repubblica Ceca.

c) L'entità degli aiuti finanziari

Esiste un modo più semplice e diretto per valutare il costo dell'allargamento: considerare l'entità delle risorse del bilancio comunitario destinate ad aiuti finanziari volti a sostenere gli sforzi che i paesi nuovi entranti dovranno realizzare per adeguarsi alla nuova realtà economico-politica. Per il triennio 2004-06, la UE ha stanziato una cifra pari a 40,8 miliardi di euro destinati al finanziamento dei sussidi all'agricoltura, delle politiche regionali, della creazione di infrastrutture e delle opere necessarie per aumentare la protezione dei confini nazionali. In verità questa cifra non misura l'esborso netto di risorse da parte della Comunità, in quanto i PECO non solo saranno beneficiari della spesa ma dovranno anche contribuire al bilancio comunitario con una somma che – nel corso del triennio 2004-2006 – ammonterà a circa 15 miliardi di euro²². Inoltre, tenendo conto della possibilità che non tutte le risorse stanziate saranno *de facto* utilizzate dai PECO – per via del cosiddetto *cashflow problem* secondo cui ottenere i fondi stanziati dalle istituzioni comunitarie è procedimento lungo e difficoltoso – è lecito ipotizzare (usando le stime della stessa Commissione) che il costo netto dell'allargamento per i primi tre anni sarà pari a circa 10,5 miliardi di euro, che equivalgono allo 0,25-0,30% del PIL UE e comportano un trasferimento pro-capite annuo da parte dei cittadini della attuale UE di circa 10 euro.

²² Il fatto di aver posticipato la data di entrata al maggio consente di limitare di circa un terzo i contributi altrimenti dovuti da questi paesi alla UE per l'anno 2004.

E' evidente che questo pacchetto di aiuti non risulta particolarmente oneroso per gli attuali membri UE, mentre è sicuramente di qualche utilità per i nuovi entranti, per i quali costituisce un ammontare di risorse trasferite pari al 4% circa del loro PIL. Al di là di queste prime considerazioni è interessante notare che:

a) relativamente al PIL dei paesi riceventi, l'entità dei trasferimenti erogati dalla UE ai PECO è di gran lunga superiore a quelli di cui beneficiarono a loro tempo Spagna e Portogallo all'indomani della loro adesione alla Comunità; tuttavia, rapportando l'entità degli aiuti alla dimensione della popolazione si ottiene un risultato opposto. Infatti il valore dei trasferimenti pro-capite ricevuti dai cittadini polacchi, ungheresi, sloveni e cechi sarà rispettivamente pari a 67, 49, 41 e 29 euro. Una cifra decisamente inferiore a quanto ricevuto in circostanze analoghe dai cittadini greci, irlandesi, spagnoli e portoghesi che ottennero rispettivamente l'equivalente di 437, 418, 216 e 211 euro;

b) il valore assoluto dei trasferimenti erogabili è inferiore a quanto originariamente concordato in occasione del Consiglio di Berlino del 1999. In quella sede infatti i paesi UE e i Paesi candidati avevano stabilito in 42 miliardi di euro l'ammontare complessivo di aiuti.

Proprio la considerazione dei punti a) e b) ha spinto paesi come Polonia e Repubblica Ceca a richiedere che il totale degli aiuti erogati venisse aumentato al fine di evitare che i propri cittadini (e in particolare i propri lavoratori agricoli) fossero discriminati nei confronti dei paesi UE (soprattutto all'inizio della fase di allargamento). Al termine di una contrattazione che ha assunto dei toni anche duri, è stato deciso di trasformare (all'interno delle voci di spesa per l'allargamento nel bilancio comunitario, a parità di stanziamento complessivo) 1 miliardo di euro originariamente destinato agli aiuti regionali, in una somma utilizzabile per il pagamento dei contributi riguardanti il sistema di sicurezza sociale dei lavoratori agricoli. Un risultato non del tutto irrilevante per un paese come la Polonia che – ricevendo da solo quasi la metà dei finanziamenti erogati ai nuovi paesi membri, per via della sua dimensione relativa – sarà in grado di usufruire di un aiuto non piccolo per il suo bilancio pubblico; ma che al tempo stesso segnala le difficoltà con cui i paesi UE, in una fase di rallentamento congiunturale e di sempre maggior difficoltà ad onorare il Patto per la Stabilità e la Crescita, sono disposti a trasferire risorse verso le regioni orientali.

2. LA FINANZA PUBBLICA*

La finanza pubblica nel 2002 si è chiusa dopo che, nella seconda parte dell'anno, sono stati assunti interventi di rilievo diretti al contenimento del fabbisogno di cassa del settore statale. Questi interventi, oltre a produrre qualche modesto effetto sull'andamento delle spese nel 2002, hanno modificato i rapporti di forza tra Governo e Parlamento e, all'interno del Governo, tra Ministero dell'economia e Ministeri di spesa. Nonostante questi interventi, il cui pieno impatto si potrà verificare solo con il passare del tempo, il 2002 si è chiuso con risultati contrastanti. Il peggioramento della situazione economica ha determinato un peggioramento dell'avanzo primario; la discesa dei tassi e alcuni interventi sullo stock di debito hanno ridotto la spesa per interessi; i robusti interventi di cartolarizzazione del patrimonio immobiliare e di altri asset hanno generato entrate di importo rilevante. La crescita della spesa pubblica in termini reali è stata pari al trend degli ultimi anni e la pressione tributaria si è leggermente ridotta. In conclusione un anno non positivo, che però si confronta con andamenti peggiori in altri paesi europei.

In termini di prospettiva, destano qualche preoccupazione l'andamento previsto dei conti per i prossimi anni che, allo stato attuale, si basa ancora su ipotesi di crescita dell'economia che possono ritenersi assai ottimistiche e la constatazione che una parte rilevante degli interventi correttivi disposti per il 2003 ha carattere solo temporaneo.

2.1 Il consuntivo 2002

I risultati di consuntivo del 2002, illustrati nella TAB. 2.1, mostrano che la finanza pubblica italiana ha registrato qualche deviazione dal sentiero del riequilibrio sul quale si era posta alla vigilia dell'entrata nell'Unione Monetaria.

L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è risultato pari al 2,3% del PIL, contro il 2,1% stimato nel mese di novembre 2002, di gran lunga superiore allo 0,5% fissato come obiettivo nel Programma di stabilità e crescita presentato nel novembre 2001. L'avanzo primario si è ulteriormente ridotto al

* A cura di M. Flavia Ambrosanio.

3,4% del PIL, a fronte del 3,6% stimato nel mese di novembre 2002, ben più basso dell'obiettivo del 5,2% fissato nel novembre 2001. Anche il risparmio pubblico, definito dal saldo di parte corrente, è diminuito dallo 0,9% allo 0,7% del PIL. Il rapporto debito pubblico/PIL è invece ulteriormente migliorato attestandosi al 106,7% del PIL.

Come vanno letti e interpretati questi risultati?

Certamente gli esiti di finanza pubblica hanno risentito dell'andamento sfavorevole dell'economia, tanto più pesante se lo si confronta con le stime sempre ottimistiche del Governo. Il PIL reale è infatti cresciuto solo dello 0,4% a fronte del 2,3% che era stato ipotizzato nel novembre del 2001. Ma il mancato conseguimento degli obiettivi di indebitamento netto e avanzo primario è dipeso anche da altri fattori: in particolare, qualche elemento di valutazione si trae dal raffronto dei flussi di entrate e spese pubbliche nel 2001 e nel 2002.

Per ciò che concerne le entrate pubbliche, il gettito tributario è aumentato solo dello 0,5%, per effetto della riduzione del 2,9% del gettito delle imposte dirette e dell'aumento del 4% del gettito delle imposte indirette. La riduzione delle imposte dirette è spiegata in parte dalla minore crescita dell'economia; in parte dal fatto che sono venuti meno gli introiti acquisiti nel 2001, in relazione all'imposta straordinaria sulle rivalutazioni dei cespiti aziendali e all'imposta sostitutiva sulle plusvalenze da cessioni aziendali; in parte dagli sgravi concessi a famiglie e imprese. Il gettito contributivo ha registrato un'evoluzione positiva, con una crescita del 3,4%. La pressione fiscale ha mostrato una riduzione di 0,5 punti, dal 42,1 al 41,6% del PIL. Infine, il sensibile incremento delle entrate in conto capitale va ricondotto essenzialmente alle imposte versate in relazione al cosiddetto *scudo fiscale*, per favorire il rientro dei capitali dall'estero.

Dal lato delle uscite, le spese correnti al netto degli interessi sono aumentate del 4% rispetto al 2001 e la loro quota sul PIL è salita dal 37,8% al 38,2%. Questa evoluzione è stata determinata principalmente dalla crescita delle prestazioni sociali in denaro e in natura, influenzate rispettivamente dalla spesa pensionistica e dalla spesa per assistenza sanitaria in convenzione. La spesa per redditi da lavoro dipendente è invece cresciuta in linea con il tasso d'inflazione, mentre i consumi intermedi sono rimasti sostanzialmente stabili. Se si considera il tasso di crescita della spesa corrente in termini reali, si osserva che esso è stato pari, nel 2002, all'1,3%, contro valori dell'1,9% nel 2000 e del 2,8% nel 2001. Si

è quindi realizzato un positivo controllo della spesa corrente accompagnato da perdite rilevanti di gettito tributario.

TAB. 2.1 – Conto economico consolidato della P.A.: 1999-2002
(miliardi di euro)

	1999	2000	2001	2002	Var. % 2002 su 2001
Entrate correnti	511,4	529,3	551,6	559,6	1,4
- imposte dirette	166,4	170,5	182,7	177,3	-2,9
- imposte indirette	167,5	175,2	176,5	183,6	4,0
- contributi sociali	141,1	148,0	154,0	159,3	3,4
- altre	36,3	35,5	38,5	39,4	2,1
Entrate in conto capitale	5,6	5,1	34	5,6	1,6
Entrate totali	517,0	534,4	555,0	565,2	1,8
Spese correnti al netto interessi	417,3	436,9	461,4	480,1	4,0
- redditi da lavoro dipendente	118,0	123,5	131,0	134,6	2,8
- consumi intermedi	54,5	58,2	62,6	62,8	0,3
- prestazioni sociali in natura	23,6	27,5	31,3	32,8	4,8
- prestazioni sociali in denaro	190,0	195,5	202,2	215,4	6,5
- altre	27,7	28,2	29,6	28,8	-2,5
Interessi passivi	74,7	75,3	78,0	71,3	-8,7
Spese in conto capitale	44,1	43,5	47,8	42,6	-10,8
Spese totali	517,0	534,4	555,0	565,2	1,1
Indebitamento netto	19,1	21,3	32,2	28,8	
in % del PIL	1,7	1,8	2,6	2,3	
Avanzo primario	55,6	54,0	45,8	42,5	
in % del PIL	5,0	4,6	3,8	3,4	
Debito pubblico/PIL	114,9	110,6	109,5	106,7	

In relazione alle spese in conto capitale, la riduzione superiore al 10% è imputabile solo alle regole SEC '95 sulla contabilizzazione dei proventi delle cartolarizzazioni che – anziché essere registrati, come sarebbe ovvio, in entrata – sono registrati come minori spese in conto capitale. Al netto di tali proventi (8,8 miliardi di euro) la spesa in conto capitale mostra una crescita del 4,3%.

La descritta evoluzione delle entrate e delle spese al netto degli interessi ha determinato una riduzione dell'avanzo primario dal 3,8 del PIL nel 2001 al 3,4%.

Un'evoluzione molto positiva ha invece caratterizzato la spesa per interessi passivi che si è ridotta dal 6,4% al 5,7% del PIL.

La minore spesa per interessi passivi e i proventi straordinari delle cartolarizzazioni hanno dunque consentito una riduzione dell'indebitamento netto dal 2,6% al 2,3% del PIL. Al netto degli introiti delle vendite degli immobili degli enti previdenziali, l'indebitamento netto si attesta al 3% del PIL, il valore più alto dal 1997.

Anche la discesa del rapporto debito/PIL dal 109,5% al 106,7% è in buona parte dovuta ad operazioni di carattere straordinario, quali, ad esempio, l'operazione di *swap* di titoli del debito pubblico detenuti da Banca d'Italia, con la quale sono stati sostituiti titoli a basso rendimento (BTP, con cedola annua dell'1%) con titoli analoghi a più elevato rendimento (5-6%), per un ammontare inferiore, con una riduzione dello stock di debito pari all'1,7% del PIL.

2.2 Disavanzo effettivo e disavanzo strutturale

Nel 2002 l'andamento dei deficit di bilancio in Italia e negli altri Paesi ha portato, come mai negli ultimi 10 anni, all'attenzione della discussione politica la questione degli effetti che l'andamento dell'economia ha sull'andamento della spesa pubblica e delle entrate tributarie. La questione sorge perché, in sede di programmazione dei flussi finanziari si è costretti a fare riferimento a dati macroeconomici che, in quanto previsioni, non sono conosciuti con certezza. Lo svolgersi dei fatti determina, per gli automatismi impliciti nella legislazione tributaria e nella legislazione di spesa, variazioni nel gettito e nella spesa che sono la conseguenza dei diversi andamenti macroeconomici.

Si è posta quindi la questione se la politica di bilancio deve inseguire il ciclo economico o se invece le variazioni dei saldi prodotte dalla congiuntura non debbano essere accettate come un male necessario, da compensare con i risultati più favorevoli che si avranno quando l'economia riprenderà a crescere.

Perché il disavanzo strutturale? Nella discussione economica e politica sullo stato della finanza pubblica nei paesi dell'Unione Monetaria, l'attenzione è sempre più focalizzata sul disavanzo strutturale anziché sul disavanzo effettivo. Si definisce disavanzo strutturale il disavanzo depurato dalla componente di natura congiunturale e dalla componente inflazionistica legata alla spesa per interessi. In

periodi di bassa inflazione come l'attuale, il disavanzo strutturale viene in pratica a identificarsi col disavanzo corretto per gli effetti del ciclo economico e corrisponde al disavanzo che si otterrebbe in assenza di variazioni cicliche del livello di attività economica. Il livello del disavanzo pubblico varia infatti automaticamente nelle diverse fasi del ciclo economico. Si parla, al riguardo, di flessibilità automatica del bilancio, nel senso che vi sono entrate e spese pubbliche che variano in risposta all'andamento dell'attività economica, indipendentemente da manovre discrezionali di politica fiscale. Durante le fasi di espansione, le entrate pubbliche, soprattutto di natura tributaria e a struttura progressiva, tendono ad aumentare per l'incremento reale degli imponibili, mentre tendono a ridursi le spese derivanti dal sostegno all'economia. Al contrario, nelle fasi di recessione, alla minore crescita dei gettiti si accompagna un aumento delle spese, soprattutto dei trasferimenti a sostegno dei redditi e dell'attività economica. Il disavanzo tende dunque automaticamente a contrarsi nelle fasi di espansione e ad ampliarsi nelle fasi di recessione. La nozione di disavanzo strutturale tiene conto degli effetti del ciclo economico e risponde pertanto alla logica di distinguere quanto del disavanzo effettivo è dovuto all'azione di politica economica e quanto è dovuto alle variazioni del livello del reddito. E ciò per evitare di confondere gli effetti indotti dalla politica fiscale con quelli indotti dalla variazione dell'attività economica.

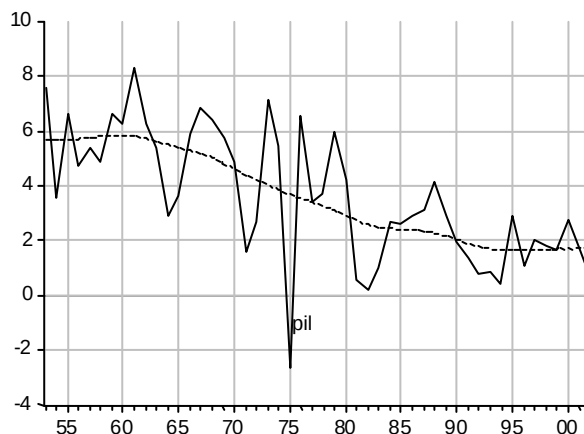
Come calcolare il disavanzo strutturale? Le modalità tecniche della correzione ciclica del disavanzo costituiscono un problema molto dibattuto dagli studiosi. Il vero nodo della questione risiede nella scelta e nella definizione del reddito teorico, rispetto al quale calcolare il disavanzo strutturale. L'approccio seguito finora dalla Commissione Europea è stato quello di stimare il trend del PIL reale utilizzando un metodo puramente statistico (meccanico), il filtro di Hodrick-Prescott, e calcolare l'*output gap* come differenza tra crescita effettiva e trend. In pratica, si tiene conto delle oscillazioni del reddito reale rispetto al trend di lungo periodo. La stessa Commissione ha suggerito di utilizzare, per i prossimi Programmi di stabilità e crescita, un approccio alternativo, di gran lunga più complesso, che consiste nel calcolare il reddito potenziale (non tendenziale), sulla base di una funzione di produzione dell'economia, specifica per ciascun paese.

Come sottolinea la stessa Commissione Europea, per la maggior parte dei Paesi, la differenza nei risultati ottenuti dai due approcci non è di entità rilevante.

Un altro aspetto di rilievo per il calcolo del disavanzo strutturale concerne la sensibilità del bilancio pubblico al ciclo economico, che implica la stima dell'elasticità delle entrate e spese pubbliche al reddito. L'elasticità del bilancio al reddito dipende da vari fattori, quali l'ampiezza del settore pubblico (maggiore è il peso del settore pubblico, maggiore è l'elasticità), la struttura dell'ordinamento tributario (l'elasticità del gettito al PIL è tanto maggiore quanto maggiore è la progressività del sistema), le componenti della spesa pubblica legate alla disoccupazione (la sensibilità al ciclo aumenta all'aumentare dei sussidi di disoccupazione). Da ciò discende anche che la sensibilità del bilancio pubblico alle fluttuazioni cicliche non è costante nel tempo, ma risente degli interventi discrezionali strutturali sulle entrate e sulle spese pubbliche. Per l'Italia, le stime della Commissione Europea indicano un valore di 0,45%, vale a dire che il disavanzo varia di 0,45 punti di PIL per ogni punto di deviazione della crescita del PIL dalla crescita potenziale (o di *trend*). Ad esempio se il tasso di crescita di lungo periodo del reddito fosse il 2,3% e con quella crescita il bilancio pubblico fosse in pareggio, un anno di crescita all'1,3% comporterebbe il formarsi di un deficit effettivo pari allo 0,45% del PIL. Tale deficit (ma solo esso) non sarebbe indicatore di cattiva gestione ma solo un sintomo del cattivo funzionamento dell'economia.

Crescita effettiva e trend in Italia. La FIG. 2.1 illustra l'andamento del reddito effettivo nel periodo 1953-2002 e le sue oscillazioni intorno al trend di lungo periodo, calcolato con il filtro di Hodrick-Prescott.

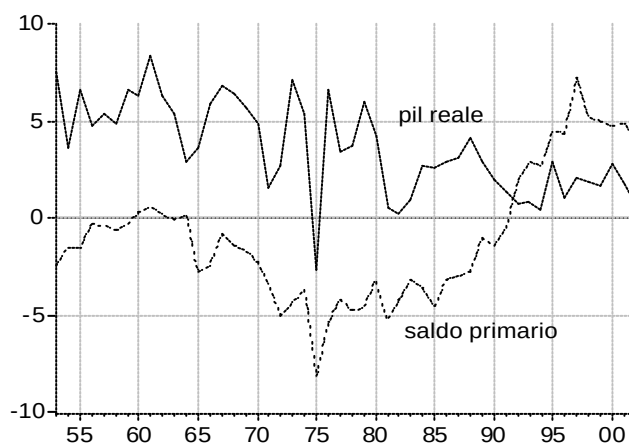
FIG. 2.1 – Crescita reale e *trend* di lungo periodo



Con riferimento agli ultimi 12 anni, si osserva che il tasso medio di crescita del reddito reale, calcolato in base al trend, è risultato compreso tra l'1,5% e l'1,8% all'anno. Il reddito potenziale stimato dalla Commissione crescerebbe del 2,3% all'anno. Quale dei due valori di reddito definisce una previsione neutrale? In ogni caso nel 2002 la crescita reale è stata dello 0,4%, inferiore sia alla crescita tendenziale sia al tasso di crescita potenziale stimato dalla Commissione Europea, con il metodo della funzione di produzione. Quanto è il deficit strutturale e quanta la vera componente ciclica?

Disavanzo e reddito in Italia. I risultati negativi del 2002, come si è osservato in precedenza, sono in parte attribuibili al negativo andamento ciclico dell'economia. La FIG 2.2 mostra l'andamento del reddito reale e del saldo primario delle Amministrazioni pubbliche dagli anni Cinquanta ad oggi. Essa mette in evidenza la forte correlazione tra evoluzione del saldo primario e crescita reale (peggioramento del saldo nei periodi di caduta della crescita del reddito), per tutto il periodo considerato, ad eccezione degli anni dal 1987 al 1997 durante i quali, si osserva un miglioramento del saldo primario, che da disavanzo si trasforma in avanzo, a fronte di una caduta del tasso di crescita del reddito reale. Sono gli anni in cui si realizza il processo di risanamento dei conti pubblici, in vista dell'entrata nell'Unione Monetaria soprattutto con l'aumento delle entrate, con un aumento della pressione fiscale di circa 6 punti di PIL. La politica di bilancio risulta strutturalmente orientata in senso restrittivo.

FIG. 2.2 – Saldo primario e reddito reale



2.3 Quale valutazione sul 2002?

Se nel 2001 e nel 2002 il tasso di crescita annuo dell'economia italiana fosse stato pari a quello del 2000 (+2,7%), il PIL 2002 sarebbe risultato superiore a quello effettivamente realizzato per circa 40 miliardi di euro. Il saldo primario avrebbe potuto essere migliore per circa 15-20 miliardi di euro, cioè l'1,2% del PIL.

Se nel 2002, si fosse invece realizzato un tasso di crescita pari a quello del 2001 e a quello medio degli ultimi 12 anni (entrambi pari a circa 1,7-1,8%), il PIL del 2002 sarebbe stato superiore a quello effettivo per circa 18 miliardi euro e il saldo primario e l'indebitamento netto migliori di quello effettivo per circa 7 miliardi di euro, lo 0,5% del PIL.

I Governi, per dovere d'ufficio, tendono sempre ad essere un po' ottimisti sull'andamento previsto della crescita economica, perché ciò amplia gli spazi di manovra per interventi di riforma e riduce l'entità delle manovre correttive che ex-ante sono richieste per realizzare gli obiettivi di finanza pubblica. Nel 2002, lo scarto tra i valori delle variabili macroeconomiche utilizzati nel 2001 per costruire gli scenari tendenziali e programmatici e quelli di consuntivo è stato particolarmente elevato e i riflessi sui saldi di finanza pubblica particolarmente pesanti.

2.4 Possibili scenari per il 2003-2006

Il punto di partenza per qualche riflessione sul futuro, dal 2003 al 2006, è costituito dal quadro programmatico contenuto nella Nota di aggiornamento al DPEF 2003-2006 e nella Relazione Previsionale e Programmatica, illustrato nella TAB. 2.2.

Per quanto riguarda il 2003, le ultime stime ufficiali sulla crescita del PIL indicano ancora un valore del 2,3%, nell'ipotesi che il tasso di crescita effettivo dell'economia italiana sia pari al tasso potenziale. Con questo tasso di crescita e prescindendo dall'effetto di trascinamento del peggiore consuntivo 2002 sul 2003, l'avanzo primario aumenterebbe dal 3,4% al 4,5% del PIL e l'indebitamento netto

si ridurrebbe dal 2,3% all'1,5% del PIL. Il debito pubblico scenderebbe dal 106,7% al 105% del PIL. Il conseguimento degli obiettivi di finanza pubblica per il 2003 è quindi legato, al di là della realizzazione degli effetti della manovra discrezionale, alla crescita dell'economia. Gli obiettivi si potranno realizzare solo se l'economia crescerà al suo tasso potenziale (salvo sempre l'effetto di trascinamento dei cattivi risultati del 2002).

TAB. 2.2 – Lo scenario per il 2003-2006 con crescita ottimistica

	2002 pre-cons.	2003 obiettivi	2004	2005	2006
PIL	3,1	4,1	4,7	4,7	4,8
PIL reale	0,4	2,3	2,9	3,0	3,0
Avanzo primario/PIL	3,4	4,5	5,0	5,3	5,5
Avanzo primario/PIL (al netto componenti straordinarie)		3,7			
Indebitamento netto/PIL	2,3	1,5	0,6	0,2	-0,1
Indebitamento netto/PIL (al netto componenti straordinarie)		2,3			
Avanzo primario/PIL strutturale					
Indebitamento netto/PIL strutturale			0,0	0,0	0,0
Debito pubblico/PIL	106,7	105,0			

E' allora interessante valutare cosa potrebbe succedere ai conti pubblici, in particolare all'avanzo primario, se l'economia dovesse crescere ad un tasso inferiore a quello previsto. Di seguito si riportano i risultati di un semplice esercizio che calcola il saldo primario tendenziale sotto due diverse ipotesi di crescita del PIL reale, una intermedia con un tasso di crescita dell'1,8% e una pessimistica con un tasso di crescita dell'1%. Per valutare l'impatto del ciclo si è considerata un'elasticità del disavanzo ciclico all'output gap pari a 0,45, secondo le indicazioni della Commissione Europea.

TAB. 2.3 – Scenari alternativi per il 2003

	2003 obiettivi	2003 scenario intermedio	2003 scenario pessimistico
PIL monetario	4,1	3,6	2,8
PIL reale	2,3	1,8	1,0
Avanzo primario /PIL	4,5	4,3	3,9
Avanzo primario/PIL (al netto componenti straordinarie)	3,7		
Indebitamento/PIL	1,5	1,7	2,1

Si desume dalla TAB. 2.3 che, anche nello scenario intermedio, il 2003 registrerebbe un peggioramento, con un avanzo primario al 4,3% del PIL e un indebitamento netto pari all'1,7% del PIL.

Per quanto riguarda il periodo 2004-2006, lo scenario programmatico disegnato dal Governo per gli anni 2004-2006 (TAB. 2.2) si caratterizza come fase di espansione dell'economia, con un aumento del tasso di crescita potenziale dal 2,3% al 3%, e di riequilibrio dei conti pubblici, con l'azzeramento del deficit strutturale e avanzi primari crescenti in quota di PIL.

TAB. 2.4 – Uno scenario alternativo per il 2003-2006

	2003	2004	2005	2006
PIL	3,6	3,6	3,6	3,6
PIL reale	1,3	1,8	1,8	1,8
Avanzo primario /PIL	4,2			
Avanzo primario/PIL (al netto componenti straordinarie)	3,4	3,2	3,3	3,4
Indebitamento/PIL	2,3	2,5	2,4	2,3

Uno scenario alternativo di medio periodo è rappresentato nella TAB. 2.4 ed è costruito sulle seguenti ipotesi:

- l'avanzo primario del 2003 è stato depurato, come è opportuno, dalle componenti di natura transitoria della manovra di finanza pubblica, in particolare dalle entrate da condoni e simili (al netto di tali importi, l'avanzo primario programmato per il 2003 si riduce dal 4,5% al 3,7% del PIL);
- la crescita del PIL reale nel 2003 è pari all'1,8%;
- la crescita del PIL monetario nel 2003 è pari al 4,1%;
- la crescita del PIL reale è pari all'1,8% per il 2004, 2005 e 2006;
- l'elasticità delle entrate al reddito monetario è pari a 0,9;
- la spesa al netto degli interessi cresce dell'1,2% l'anno in termini reali;
- la quota degli interessi sul PIL resta invariata al 5,7%.

I risultati dell'esercizio non pretendono di offrire al lettore una visione più realistica del futuro, ma sono utili perché mostrano l'importanza che assumono le previsioni-obiettivi sulla crescita dell'economia per la costruzione degli scenari programmatici di finanza pubblica. Se nei prossimi anni - e non è improbabile - l'economia italiana non dovesse crescere al 3%, come è ipotizzato dal Governo

nello scenario ottimistico, i saldi tendenziali del bilancio pubblico resterebbero sostanzialmente stabili, con avanzo primario intorno al 3,4% del PIL e indebitamento netto superiore al 2,3%.

Per una valutazione dei diversi scenari sull'andamento dell'avanzo primario, si deve ritornare alla nozione di saldo strutturale. Nello specifico, bisogna chiedersi quali siano, oggi, le prospettive di crescita di lungo periodo dell'economia italiana ed anche se, a fronte dell'andamento negativo degli ultimi due o tre anni, ci si debba aspettare un rimbalzo al di sopra del tasso di crescita di lungo periodo.

Se si accetta l'idea che il tasso di crescita di lungo periodo dell'economia italiana sia quello che risulta dal trend degli ultimi 12 anni (cioè pari a circa l'1,8%), lo scenario risultante dalla TAB. 2.4 definisce anche il valore del saldo strutturale, a fronte del quale dovrà quindi essere valutata l'opportunità o l'obbligo di interventi correttivi per raggiungere a fine 2005 il pareggio di bilancio.

Se si dovesse ritenere invece che il potenziale di crescita sia pari al 2,3% come stimato dalla Commissione Europea, allora si potrebbe calcolare un deficit strutturale che sarebbe naturalmente di importo inferiore a quello indicato nella TAB. 2.4, ma in ogni caso maggiore di zero, il che richiederebbe comunque interventi correttivi, sebbene di entità leggermente inferiore a quelli prospettati nell'ipotesi precedente.

Se infine si dovesse ritenere che, a fronte di un tasso potenziale di crescita pari al 2,3%, l'economia italiana sarebbe in grado di generare un rimbalzo ciclico per il prossimo triennio pari al 3% (come ipotizzato dal Governo), il tasso di crescita degli anni dal 2000 al 2006 sarebbe pari al livello potenziale. In questo caso, dato l'avanzo primario del 2000 pari al 4,6% del PIL il deficit del 2006 sarebbe pari zero, in assenza di ulteriori interventi discrezionali.

Le indicazioni del Governo sul fatto che i conti pubblici italiani sarebbero in disavanzo ciclico ma in pareggio strutturale, possono ritenersi valide solo a condizioni molto restrittive e poco realistiche.

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

La recente riduzione dei tassi ufficiali si inserisce in una situazione dei mercati caratterizzata da una dinamica accentuata degli aggregati monetari e da un rallentamento della crescita degli aggregati creditizi. Il periodo più recente si è caratterizzato anche per l'apprezzamento dell'euro, relativamente al quale è difficile proporre valutazioni sul suo possibile corso di equilibrio rispetto al dollaro, essendo il cambio euro-dollaro influenzato, per parte preponderante, dai movimenti di capitale connessi all'andamento della borsa americana.

Le banche italiane sperimentano andamenti coerenti con quelli rilevabili a livello europeo: un contenuto sviluppo dell'attività di prestito e una crescita molto sostenuta della raccolta, il tutto accompagnato da una ripresa delle sofferenze. Per effetto della tendenza alla riduzione dei tassi di mercato, soprattutto di quelli a breve termine, si assiste anche ad un progressivo ridimensionamento degli spread tra tassi attivi e tassi passivi.

3.1 Tassi ufficiali e aggregati monetari e creditizi**

Nel corso dell'ultimo trimestre del 2002 le prospettive di crescita dell'Area Euro si sono fatte più incerte ed i tassi di crescita delle principali economie dell'Area stessa, collocati al di sotto dell'1% in termini reali, hanno mostrato una sostanziale stagnazione. In questo contesto, reso ancor più difficile dalle incertezze legate ad un prossimo possibile conflitto in Iraq, la Banca Centrale Europea ha ritenuto di intervenire una prima volta in dicembre, riducendo i tassi ufficiali di 50 punti base, ed una seconda volta in marzo, riducendo ulteriormente i tassi ufficiali di 25 punti base, portando il tasso di rifinanziamento principale al 2,50% (al centro del corridoio dei tassi ufficiali compreso tra il 3,50% e l'1,50%).

La BCE ha dunque preso atto, a partire dalla fine dell'anno scorso, della sostanziale debolezza economica dell'Area Euro, rivedendo al ribasso le prospettive di crescita della stessa; nel contempo, ha mostrato di non temere, a

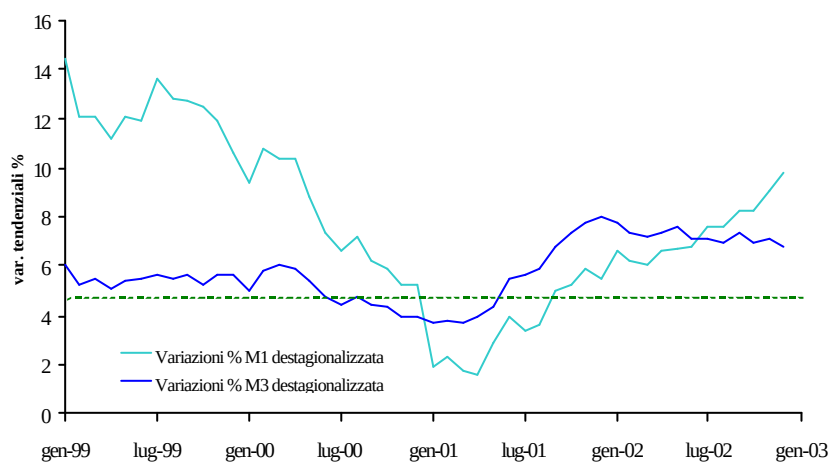
* A cura di G. Verga, G. Mastromatteo, A. Baglioni, L. Nieri, S. Corona e M. Marchiori.

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

breve termine, una ripresa dell'inflazione, nonostante l'aggregato monetario di riferimento, M3, si sia mantenuto su tassi tendenziali di crescita piuttosto elevati rispetto al valore di riferimento. La moneta M3, primo pilastro della strategia della BCE, non ha manifestato alcun particolare rallentamento della crescita: l'ultimo valore disponibile, riferito alla media mobile novembre 2002-gennaio 2003, si colloca al 7,1%, valore sostanzialmente allineato a quello degli ultimi mesi. La Banca Centrale Europea continua comunque a ritenere che questo sostenuto ritmo di crescita sia riconducibile alla marcata preferenza per le attività liquide, a fronte delle incertezze dei mercati finanziari, della debolezza della ripresa economica, delle preoccupazioni per gli scenari geopolitici e del basso livello dei tassi d'interesse.

L'analisi della dinamica delle componenti interne alla moneta sembra avallare tale spiegazione, dal momento che la crescita recente di M3 risulta collegata soprattutto alla componente più liquida, M1 (FIG. 3.1), che a dicembre è cresciuta del 9,8%, grazie all'espansione delle banconote e monete in circolazione e dei depositi a vista.

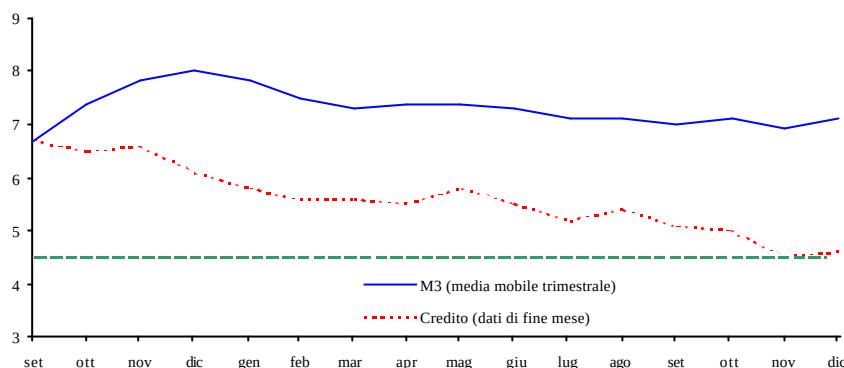
FIG. 3.1 – Variazioni tendenziali della moneta: confronto tra M1 e M3
(dati mensili)



Fonte: nostra elaborazione su dati BCE, *Bollettino mensile*, febbraio 2003.

A ridurre le possibili preoccupazioni sull'espansione della moneta concorre anche il continuo rallentamento della crescita del credito concesso al settore privato che, a partire da novembre 2002, è sotto il 5% (FIG. 3.2).

FIG. 3.2 – Crescita di M3 e del credito (dati mensili)



Fonte: nostra elaborazione su dati BCE, *Bollettino mensile*, febbraio 2003.

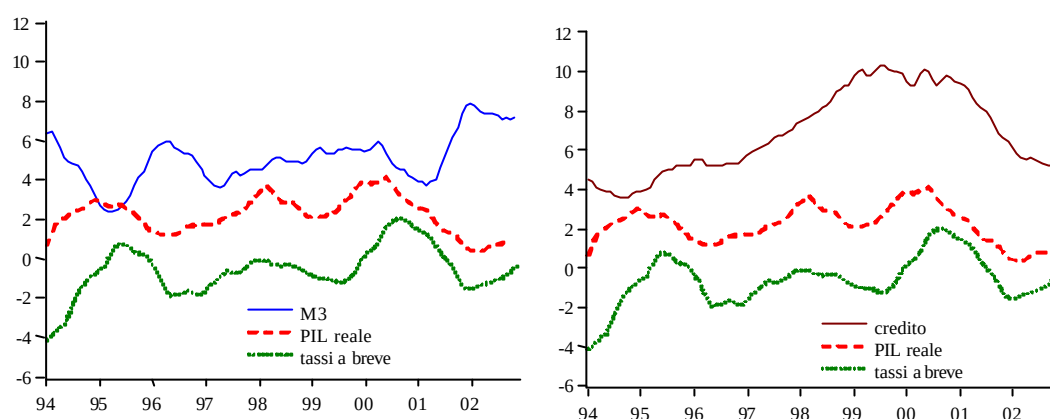
Nel lungo periodo si osserva una diversa relazione della moneta e del credito rispetto alla crescita del PIL reale e ai tassi (FIG. 3.3): in periodi di congiuntura negativa con bassa crescita e bassi tassi, la M3, al contrario del credito, tende ad accelerare, senza che questo segnali spinte inflazionistiche. Questo però mette in dubbio l'utilità del valore di riferimento della moneta, che viene fissato in base a condizioni di lungo periodo e che pertanto non tiene conto né delle fluttuazioni della domanda, né del valore iniziale dello stock di moneta. Dire che alla base del "primo pilastro" c'è la crescita della moneta, e fissare per quattro anni un valore di riferimento del 4,5% per poi trovare che la M3 cresce sempre sopra questo valore e sostenere – per altro con ragione – che ciò non ha comunque impatto inflazionistico, porta a chiedersi a che cosa possa servire questo valore di riferimento.

L'analisi degli indicatori relativi al secondo pilastro della strategia della BCE ha messo in luce l'accentuarsi della debolezza della ripresa economica, spingendo la Banca Centrale a rivedere più volte le proprie previsioni di crescita e inducendola a spostare le attese di una più decisa ripresa, inizialmente prevista alla fine del 2002, attesa poi al termine del 2003 e, successivamente, oltre tale data. Le prospettive di crescita della Banca Europea si attestano quindi, per quest'anno, su valori modesti, prossimi all'1%.

Un possibile ostacolo a tale ripresa potrebbe essere rappresentato dall'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro, che comporterebbe un freno alle esportazioni dell'Area Euro. La BCE rimane comunque fiduciosa che la

competitività di prezzo delle imprese europee possa rappresentare un fattore di crescita importante, nell'ottica di sfruttare i benefici dell'auspicata ripresa dell'economia mondiale.

FIG. 3.3 – Crescita annua di M3, del credito e del PIL e variazione dei tassi
(dati mensili)



Fonte: nostra elaborazione su dati disponibili sul sito internet della BCE.

L'indice dei prezzi al consumo ha chiuso il 2002 posizionandosi al 2,3%; l'inflazione sembra tuttavia rimanere complessivamente sotto controllo ed anche i dati riferiti a gennaio e febbraio 2003 (rispettivamente, 2,2% e 2,3%) confermano quest'impressione. Il tasso d'inflazione dovrebbe ulteriormente abbassarsi nei prossimi mesi, anche in considerazione dell'apprezzamento del cambio dell'euro e nonostante le incognite legate alle tensioni politiche internazionali, che potrebbero determinare una forte volatilità dei mercati petroliferi spingendo al rialzo i costi.

Come lo stesso Duisenberg ha sottolineato nell'ultima conferenza stampa tenuta il 6 marzo u.s., gli sviluppi politici ed economici più recenti hanno indotto la BCE a rivedere verso il basso le previsioni di crescita economica dell'Area dell'Euro mantenendo pressoché immutate quelle riferite all'inflazione.

Le indicazioni emerse dalla recente conferenza di Lisbona, che ha posto le basi per una più compiuta integrazione europea sul piano del completamento del mercato interno, dello sviluppo della concorrenza dei mercati dei beni e dei servizi e della maggiore integrazione dei mercati dei capitali, sono state recentemente riprese dalla Commissione Europea nella comunicazione indicante gli "Indirizzi di massima per le politiche economiche". In particolare, il documento sottolinea l'importanza di accelerare l'avanzamento della riforma dei

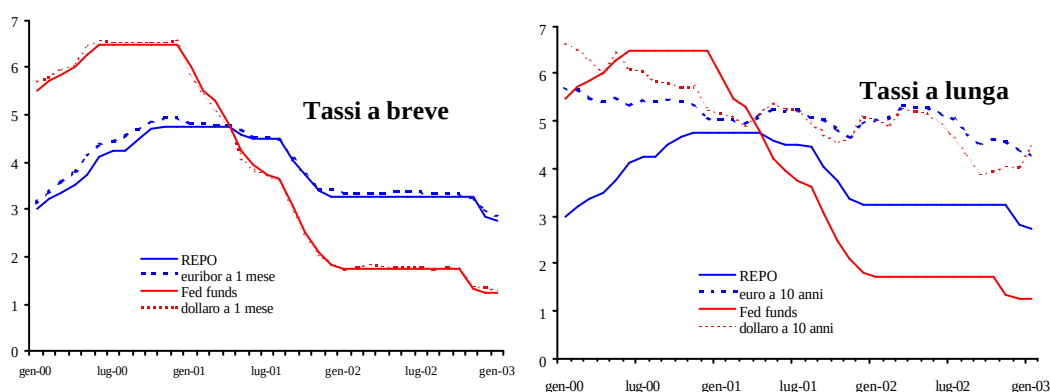
mercati del lavoro muovendosi nella direzione, condivisa dalla Banca Centrale Europea, di far emergere compiutamente il potenziale produttivo dell'Area Euro, promuovendo riforme di carattere microeconomico.

Peraltro, in tale campo, le preoccupazioni della BCE sono chiaramente rivolte al mondo politico. Al riguardo, nell'ultimo Bollettino pubblicato, è scritto che "il Consiglio direttivo condivide appieno la valutazione della Commissione secondo cui, in sede politica, l'inerzia e il regresso sono ampiamente diffusi. In tale contesto, conferire nuovo slancio ai processi di riforma strutturale sarà cruciale per stimolare il clima di fiducia di consumatori e investitori"¹.

3.2 I tassi di mercato e le aspettative*

Anche nel corso dell'ultimo quadrimestre dello scorso anno le due banche centrali, europea e statunitense, hanno perseguito la medesima politica, riducendo i tassi ufficiali di riferimento pressoché nello stesso periodo. Ciò ha determinato una contemporanea flessione dei tassi a breve delle due aree che ne ha mantenuto praticamente immutato il differenziale (FIG. 3.4).

FIG. 3.4 – Tassi nella zona-euro e negli USA
(dati mensili; fino all'anno, tassi interbancari; oltre, tassi sui titoli di Stato)



Fonte: BCE e Fed.

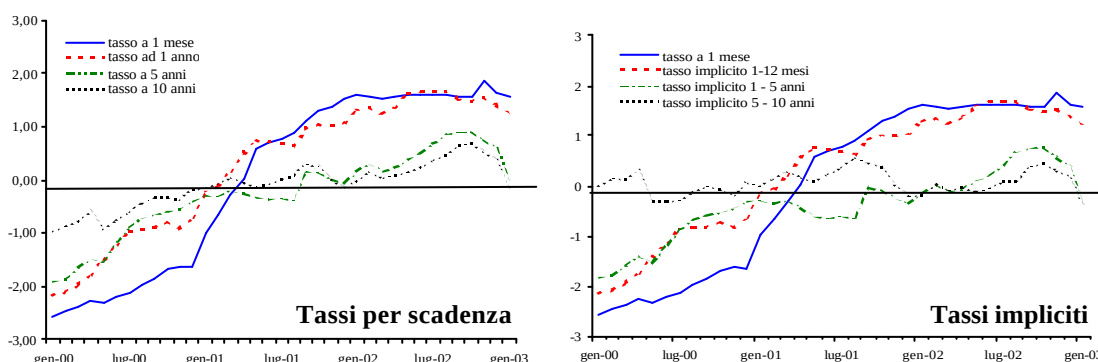
¹ Banca Centrale Europea, *Bollettino mensile*, febbraio 2003, pag. 6.

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

Anche sulle scadenze a più lungo termine gli andamenti delle due Aree risultano sostanzialmente allineati; in particolar modo, dopo aver registrato un aumento del differenziale a favore dell'Area Euro alla fine del secondo quadrimestre dell'anno, i dati hanno subito un riallineamento negli ultimi mesi dell'anno. E' inoltre continuata la tendenza alla discesa dei rendimenti dei titoli con scadenza decennale, riflettendo sia le incertezze degli operatori sulle prospettive di ripresa delle aree europea e statunitense, sia la maggiore liquidità disponibile sui mercati obbligazionari a seguito del riposizionamento dei portafogli in un'ottica maggiormente difensiva (FIG. 3.5).

L'analisi dei differenziali tra tassi europei ed americani mostra che ormai sia i tassi a cinque che a dieci anni presentano differenziali prossimi allo zero. Per le scadenze a breve termine, per le quali i differenziali riflettono invece i diversi livelli dei saggi ufficiali delle due aree, è rimasto uno scarto a favore dei tassi europei (FIG. 3.5). L'analisi dei tassi impliciti mostra, accanto al perdurare del gap favorevole ai tassi europei per le scadenze a breve, un progressivo allontanamento (pari a circa 0,30-0,35 punti a fine gennaio) dai valori di equilibrio delle scadenze a più lungo termine a favore dei tassi americani. Tale scarto non è per ora considerevole, ma rappresenta un'inversione di tendenza rispetto al quadrimestre scorso, allorquando per le scadenze di 1-5 anni, i tassi impliciti europei superavano quelli americani di un importo che è arrivato a un valore massimo di 0,65 punti percentuali.

FIG. 3.5 – Differenziali Euro-Usa dei tassi per scadenza e dei tassi impliciti
(dati mensili; fino all'anno, tassi interbancari; oltre, tassi sui titoli di Stato)

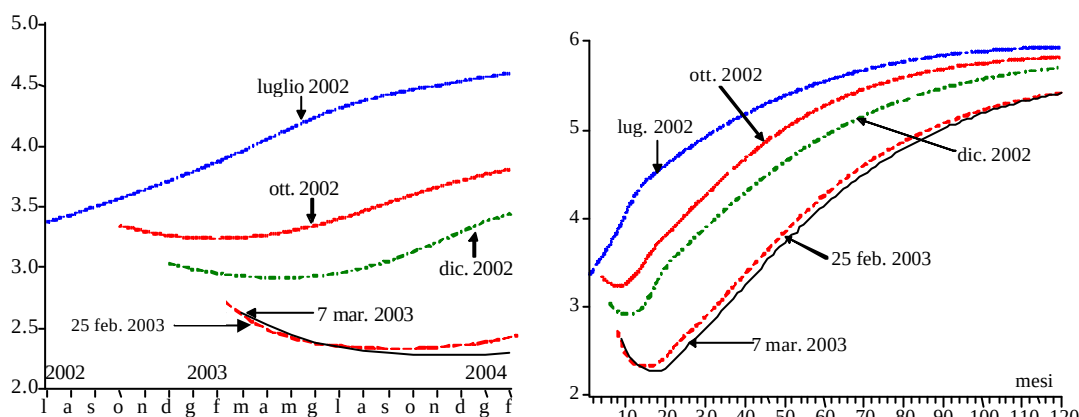


Fonte: BCE e Fed e nostre elaborazioni.

Le aspettative.

Negli ultimi mesi le aspettative degli operatori sull'andamento del tasso a breve, misurate dai corrispondenti tassi impliciti, si sono ulteriormente spostate verso il basso (FIG. 3.6). Questa flessione risulta particolarmente significativa perché ha riguardato anche le date più lontane, le quali risentono delle prospettive reali dell'economia. In ogni caso, rispetto all'inizio del 2002, non vi sono attese di una ripresa a breve dei rendimenti mensili: le aspettative sono infatti di una discesa dei tassi fino a oltre metà anno, cui dovrebbe seguire un periodo di relativa stabilità. Mentre nel passato, i tassi impliciti si erano rivelati dei previsori sostanzialmente corretti dei tassi effettivi, dalla metà dello scorso anno essi hanno sopravvalutato il vero valore dei rendimenti a breve. Anche se in questi ultimi mesi gli operatori sono diventati progressivamente sempre più pessimisti, la realtà si è sempre dimostrata peggiore delle loro aspettative. Va comunque segnalato che l'ultima riduzione del Repo (avvenuta il 6 marzo scorso) ha lasciato la curva dei tassi pressoché immutata.

FIG. 3.6 – Struttura dei tassi impliciti mensili
(aspettative alle varie date sul futuro andamento dei tassi mensili)

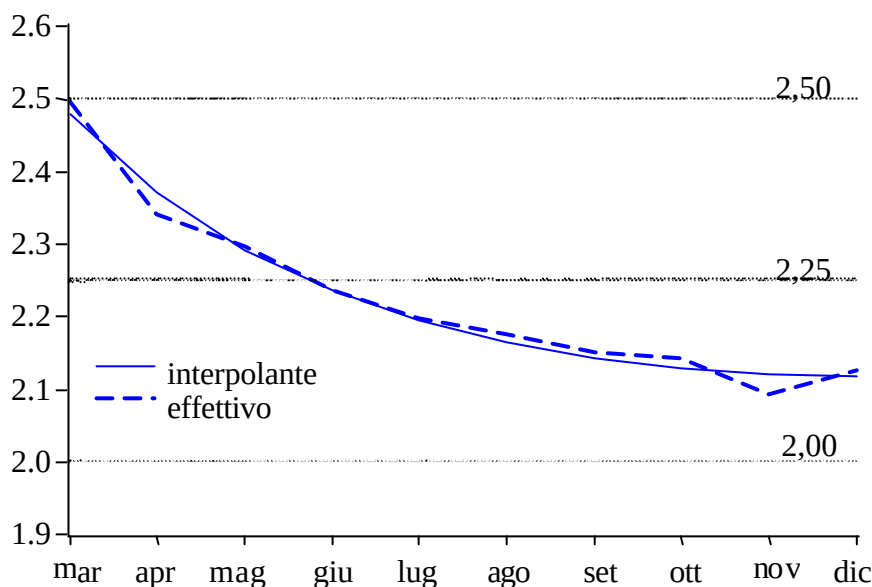


Fonte: *Il Sole 24Ore*, varie date, e nostre elaborazioni.

Per una valutazione della possibile evoluzione dei tassi ufficiali, conviene partire dalla FIG. 3.7 che riporta le previsioni degli ipotetici valori del Repo (per facilitare il confronto, all'Euribor sono stati sottratti 15 punti base, corrispondenti al suo "normale" differenziale col Repo). Ne emerge che l'attuale tasso ufficiale del 2,50% non è coerente con le aspettative degli operatori: il tasso dovrebbe scendere a un 2-2,25%. Ciò presuppone un'ulteriore riduzione di 25-50 punti base

e, dai tassi impliciti, sembrerebbe che gli operatori si aspettino un intervento della BCE già a maggio.

FIG. 3.7 – Aspettative sull'Euribor a 1 mese e possibili livelli del Repo
(aspettative al 7 marzo 2003 e relative all'anno in corso)



Fonte: *Il Sole 24Ore*, 25-2-2003 e nostre elaborazioni.

In ogni caso, stabilire il momento esatto dell'operazione e il suo importo non è facile anche per la complessità dell'attuale situazione economica e politica. Lo stesso Duisenberg, nella conferenza stampa successiva alla riunione del Consiglio direttivo del 6 marzo, ha affermato che "ogni giudizio sui futuri sviluppi è al momento oscurato dalle tensioni geopolitiche e dalla loro potenziale soluzione. In relazione agli ulteriori sviluppi, il Consiglio Direttivo è pronto ad agire con decisione e rapidità."

In ogni caso, dal complesso delle dichiarazioni del Presidente e dalle sue risposte ai quesiti posti dopo le sue dichiarazioni, risulterebbe che la Banca è pronta ad un'ulteriore prossimo intervento. Questo è confermato anche dal fatto che l'ultima riduzione è stata di soli 25 e non 50 punti base come molti si aspettavano.

Con l'ipotesi di un taglio dei tassi concordano anche le previsioni ricavabili dagli indicatori economici utilizzati dalla Banca Centrale e riportati nella TAB. 3.1. In essa sono riportati, a scopo di confronto, anche i corrispondenti

valori nei due momenti in cui il Repo ha raggiunto il suo minimo (marzo 1999) e il suo massimo storico (settembre 2000), oltre a quelli disponibili a fine febbraio 2003.

Ne emerge che i valori assunti dagli indicatori nei due casi di minimo e massimo valore del Repo sono molto diversi fra loro e che l'attuale situazione è tipica di un periodo di ribassi: i prezzi sono sotto controllo (si considerino in particolare i beni industriali, tutti sotto il 2%), il cambio è forte, il settore produttivo è in rallentamento con gli indicatori ben al di sotto del loro trend. A una M3 in forte aumento si contrappone poi un credito la cui crescita ha raggiunto un minimo assoluto.

TAB. 3.1 – I principali indicatori economici dell'Area Euro

Indicatori:	1999 Marzo	2000 Settembre	2003 Febbraio
Repo	3,00 → 2,50	4,25 → 4,75	2,75 → 2,50
M3 (Δ%)	6,00	4,40	6,80
M3 (trim.)(Δ%)	5,30	4,83	6,90
Credito (Δ%)	10,50	9,10	4,60
Prezzi consumo IAPC (Δ%)	0,80	2,30	2,10
Servizi (tot) (Δ%)	1,70	1,70	3,10
Beni alimentari (tot) (Δ%)	1,10	2,50	1,30
Beni industriali (tot) (Δ%)	-0,20	3,20	1,50
Beni industriali (non energetici)(Δ%)	0,90	0,70	1,30
Petrolio (\$)	9,40	33,30	28,30
Cambio (\$/€)	1,10	0,89	1,062
Petrolio (Δ%)	-26,20	73,44	20,27
Cambio (Δ%)	1,20	-15,77	20,27
Prod. Industriale (al netto del trend)	-0,84	1,59	-0,76
PIL reale (al netto del trend)	-0,54	1,23	-1,13
Produzione industriale (Δ%)	1,90	5,10	1,60
Produzione manifatturiera (Δ%)	-0,40	5,60	2,70
PIL reale (Δ%)	2,00	3,90	0,80
Indice del clima economico-100	0,80	4,00	-1,60
Indice del clima economico (Δ%)	-0,50	2,97	-0,60
Disoccupazione totale (%)	9,90	8,40	8,50

Fonte: BCE, Datastream e nostre elaborazioni;

Nota: marzo 1999, minimo livello del Repo; settembre 2000, massimo livello del Repo.

I dati si riferiscono ai valori disponibili al momento delle riunioni del Consiglio direttivo; (Δ%) = crescita annua.

Ovviamente una tabella di questo genere può essere considerata solo indicativa. Per conoscere il plausibile comportamento della banca centrale occorre

uno studio più complesso, che valuti la congruità del valore corrente del tasso ufficiale con le necessità di un'economia europea che attraversa una difficile fase congiunturale. Anche se la metodologia da applicare verrà discussa nel capitolo 5 del presente *Osservatorio*, si può comunque già anticipare che l'analisi econometrica conferma come nell'attuale situazione sia probabile un ulteriore ribasso dei tassi – probabilmente entro 3 mesi - anche se non è facile stabilire il momento esatto dell'operazione. Nel complesso quindi, tutti le analisi condotte (stima delle previsioni degli operatori, analisi dei documenti ufficiali, stima econometrica) portano a concludere che è probabile un'ulteriore riduzione del Repo già nella prima parte dell'anno.

Il cambio.

Da novembre 2002 a gennaio 2003, il cambio dollaro/euro ha subito un nuovo forte incremento, simile a quello avvenuto nel periodo marzo-giugno dello scorso anno. L'euro, che all'inizio del 2002 era ancora a poco più di 85 dollari/euro, ora oscilla stabilmente all'interno della fascia di 1,07-1,10. Quest'incremento, in parte di intensità inattesa, ha contribuito a raffreddare le spinte inflazionistiche provenienti dall'estero, in particolare quelle derivanti dall'aumento del prezzo del petrolio.

Per quanto riguarda i movimenti del cambio, la teoria tradizionale presuppone che esista un valore di equilibrio, legato ai fondamentali delle economie, cui tenderebbe, più o meno velocemente, il valore di mercato.

Una delle teorie più note, cui anche le altre direttamente o indirettamente fanno spesso riferimento, è quella della cosiddetta “parità dei poteri d'acquisto” (PPP), secondo cui il cambio si aggiusta per uguagliare i prezzi dei beni nazionali a quelli dei beni esteri, in accordo alla relazione di equilibrio:²

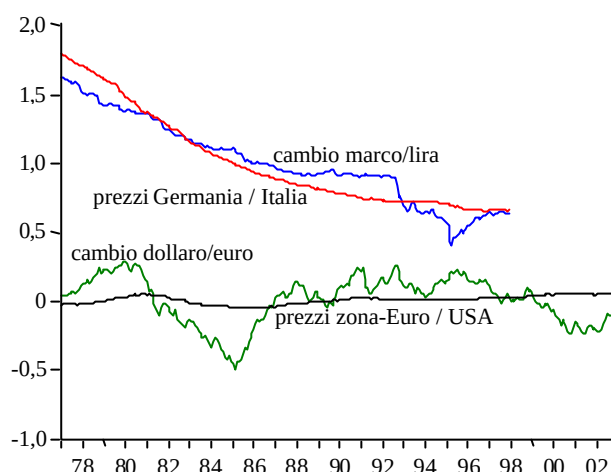
$$\text{cambio} = \text{prezzi esteri} / \text{prezzi nazionali} .$$

Quando le economie presentano la stessa inflazione, il rapporto fra i prezzi dei beni spiega però solo una percentuale molto modesta del cambio, il cui andamento risulta anche più irregolare di quello del rapporto tra i prezzi (vedi ancora FIG. 3.8). Quest'eccessiva volatilità del cambio rispetto al suo valore teorico ha condotto gli economisti a studiare modelli di equilibrio più complessi,

² Il cambio qui è espresso, come nel caso dell'euro in “quantità valuta estera occorrente per acquistare una unità di moneta nazionale”.

al fine di calcolare con maggior precisione il valore di equilibrio del cambio. Sono state così introdotte altre relazioni, che normalmente si aggiungono a quella della parità dei poteri d'acquisto; alcune valide per il lungo e altre per il breve periodo.

FIG. 3.8 – Prezzi e cambio: i casi Germania/Italia e Usa/zona-Euro



Fonte: Nostre elaborazioni su dati Banca d'Italia, Bce e Datastream;

Nota: valori logaritmici al netto della loro media; euro: fino al 1998 ecu (per chiarezza il grafico Germania/Italia è stato traslato verso l'alto di 1).

Per quanto riguarda il lungo periodo, è stato notato per esempio, che un elevato indebitamento con l'estero porta ad una riduzione del cambio rispetto al suo valore teorico ricavato dalla PPP. Il maggior deflusso di valuta per il pagamento degli interessi (ed eventualmente anche il maggior costo unitario del debito riconducibile ad un premio al rischio più elevato), va compensato con un maggior afflusso di valuta, via bilancia commerciale, il che richiede un deprezzamento del cambio di equilibrio.

Una teoria tradizionale molto comune per il breve periodo afferma che un aumento dei rendimenti interni porta ad un (temporaneo) apprezzamento del cambio. Il punto di partenza della teoria è la cosiddetta formula della “parità scoperta”, secondo cui le attività interne ed estere sono ugualmente convenienti per gli investitori se:

$$\text{tasso interno} + \text{cambio atteso/cambio corrente} - 1 = \text{tasso estero} - \text{premio al rischio} \quad .$$

Ne deriva che un aumento del tasso interno, che fa salire il termine a sinistra dell'uguale, va compensato, al fine di mantenere l'uguaglianza, da una diminuzione del cambio atteso o da un aumento del cambio corrente. Ferme restando le aspettative sul cambio di più lungo periodo, si ha quindi un aumento del suo valore di equilibrio di breve: la maggior domanda estera per la valuta nazionale, conseguente alla maggior convenienza delle nostre attività interne, provoca un apprezzamento (temporaneo) del cambio.

Per analizzare la coerenza tra i risultati che si ricaverebbero dalle diverse e numerose teorie applicate al caso specifico del cambio dollaro/euro, la Banca Centrale Europea ha passato in rassegna i lavori empirici di tutti gli economisti che hanno calcolato il valore di equilibrio di questa variabile nel periodo 1999-2000 (cfr. *Bollettino mensile*, 2002, gennaio, pp. 41-53, in particolare il Riquadro 2 di p. 50-52).

Ciò che maggiormente colpisce l'attenzione del lettore è che queste stime sono molto diverse fra loro: risultano infatti comprese in intervallo molto ampio – tra 0,95 circa e 1,35 – nonostante tutti gli economisti avessero a disposizione gli stessi dati. La cosa più straordinaria – che si nota osservando i dati del Riquadro della BCE – è che diversi economisti, applicando la stessa teoria, trovano valori completamente diversi.

Questa divergenza di opinioni sul valore di equilibrio anche di breve periodo del cambio – e l'apparente assenza, in molti casi, di una tendenza al riequilibrio – ha portato gli studiosi a studiare modelli più complessi, esplicitamente dedicati al problema della dinamica di questa variabile. Tali modelli, a differenza di quelli tradizionali, fanno esplicitamente riferimento al fatto che gli operatori non hanno un atteggiamento omogeneo, né riguardo al valore di equilibrio, né riguardo al metodo attraverso il quale elaborare previsioni (*chartists vs/ fondamentalisti*). In alcuni casi vengono anche considerati i costi di transazione e la possibilità che tra gli operatori vi siano ondate emotive di ottimismo/pessimismo.

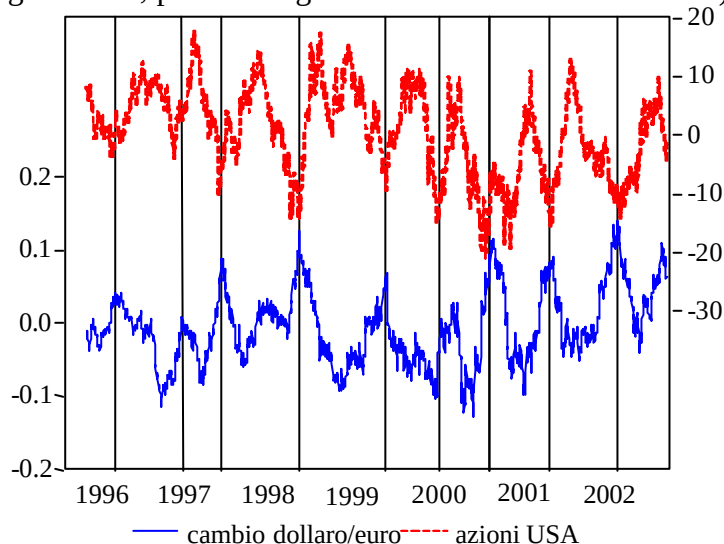
Un modello recentemente completato è, per esempio, quello di De Grauwe (2002): supponendo da parte degli operatori l'utilizzo anche dell'analisi tecnica per prevedere l'andamento del cambio, il modello riscontra la possibilità che, nel breve periodo, la dinamica del cambio presenti strani movimenti, con alternanze di periodi, anche relativamente lunghi, di stabilità a periodi di forti volatilità che,

nel complesso, costringono questa variabile a muoversi in un intervallo molto ampio. Poiché quest'andamento assomiglia a quello dell'andamento effettivo del cambio dollaro/euro, secondo De Grauwe (e anche secondo molti altri studiosi) ne deriva la difficoltà di prevedere i movimenti del valore esterno della nostra moneta: è la stessa eterogeneità degli operatori a rendere difficili le previsioni e ad introdurre movimenti apparentemente inspiegabili nel cambio.

Raffrontando però l'andamento di questa variabile con quello del mercato azionario USA in questi ultimi anni (FIG. 3.9), sembra difficile ricondurre i movimenti del cambio dollaro/euro al solo comportamento eterogeneo degli operatori. La specularità che emerge dai grafici è infatti difficilmente riconducibile al caso. Una spiegazione può essere che tra le determinanti del cambio è importante il rendimento del capitale, di cui il prezzo delle azioni è un indicatore. In effetti, gran parte dei movimenti di capitale sono ormai legati ad investimenti reali, e anche i rendimenti delle nuove emissioni di titoli a reddito fisso sono più elevati in periodi di euforia economica.

FIG. 3.9 – Variazioni percentuali standardizzate a tre mesi dei prezzi delle azioni USA e del cambio del dollaro

(dati giornalieri; periodo: 1 gennaio 1996 – 15 febbraio 2003)



Fonte: nostre elaborazioni su dati Datastream;

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

Informazioni positive sull'economia americana fanno quindi crescere sia i prezzi delle azioni (che si adeguano immediatamente alle nuove informazioni), sia l'aspettativa dei rendimenti reali negli USA. Quest'ultima aspettativa, a sua volta, fa salire il cambio atteso che, dati i rendimenti correnti, spinge verso l'alto anche il cambio effettivo, in coerenza con la teoria della "parità scoperta".

Accettando quest'ipotesi, la ripresa dell'euro può essere vista anche come una conseguenza del peggioramento delle aspettative sui rendimenti reali dell'economia americana, sostenuta da aspettative estrapolative di crescita che hanno fatto accelerare il movimento del cambio. Ne consegue che, nella situazione attuale, la capacità della politica monetaria di influenzare il cambio è abbastanza modesta (il cambio risente poco dei tassi a breve che sono quelli direttamente controllati dalla banca centrale) a meno che la stessa non modifichi anche le aspettative sulla crescita economica. Ne consegue anche, in base ai risultati del modello di De Grauwe, la probabilità che il cambio euro-dollaro possa rimanere stabilmente forte per parecchio tempo.

3.3 Cambiamenti tecnici nella gestione operativa della politica monetaria*

La BCE ha annunciato (comunicato stampa del 23/1/2003) due provvedimenti di carattere tecnico, volti ad accrescere l'efficienza della gestione operativa della politica monetaria. Essi sono strettamente legati fra di loro ed entreranno in vigore nei primi mesi dell'anno prossimo (2004).

Il primo consiste nella modifica del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria. Attualmente, tale periodo va dal 24 di ogni mese al 23 del mese successivo. Con il nuovo regime, il periodo di riserva inizierà sempre nel giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è esaminata la politica monetaria. Nello stesso giorno entrerà in vigore un'eventuale modifica dei tassi ufficiali.

Il secondo provvedimento è relativo alla durata delle ORP: essa verrà ridotta da due ad una settimana.

La motivazione alla base di questi provvedimenti va ricercata nell'assetto operativo delle ORP e della riserva obbligatoria. Com'è noto, le ORP vengono effettuate tramite asta (a tasso variabile) ogni settimana. La mobilitazione

* A cura di A. Baglioni.

inframensile della riserva obbligatoria consente alle tesorerie bancarie di effettuare arbitraggi intertemporali, finalizzati a minimizzare il costo-opportunità delle riserva medesima, ovvero il costo del finanziamento sul mercato *overnight*. In una giornata in cui prevalgono aspettative di rialzo dei tassi d'interesse, le banche sono indotte ad indebitarsi sull'interbancario, accumulando fondi in eccesso sul conto di riserva: se le previsioni si rivelano corrette, ciò consente di impiegare successivamente tali fondi sul mercato ad un tasso più conveniente. L'operazione avrà ovviamente segno opposto quando prevalgono aspettative di ribasso dei tassi d'interesse. Questo meccanismo consente al mercato di assorbire *shocks* di liquidità, senza eccessive fluttuazioni del tasso interbancario: ad esempio, una temporanea tensione dovuta ad un fattore esogeno viene (almeno in parte) riassorbita grazie all'attività di arbitraggio, che induce le banche ad utilizzare i fondi depositati sul conto di riserva per offrirli sul mercato.³

D'altra parte, l'arbitraggio intertemporale può creare qualche problema. Quando vi sono diffuse aspettative di ribasso dei tassi di *policy*, le banche tendono ad effettuare richieste di finanziamento in asta assai inferiori alle loro effettive necessità, sperando di finanziarsi successivamente a tassi più bassi. Questo comportamento (*underbidding*) può generare forti tensioni sul mercato interbancario nel periodo immediatamente successivo, dovute alla scarsità di fondi liquidi; tale situazione può protrarsi per tutto il periodo di mantenimento, in mancanza di interventi compensativi della banca centrale.⁴ D'altra parte, quando prevalgono attese di rialzo dei tassi, sia i tassi di mercato sia quelli di aggiudicazione in asta possono risultare sensibilmente più elevati del tasso minimo sulle ORP. Perciò, la diffusione di aspettative errate sulle prossime "mosse" della banca centrale potrebbe portare ad una maggiore variabilità dei tassi di mercato, oltre a costituire una fonte di disturbo nella segnalazione dell'orientamento di politica monetaria.

Tali problemi possono trovare una soluzione nei provvedimenti adottati. Questi, infatti, produrranno il seguente risultato. L'inizio di un mese di riserva coinciderà con l'entrata in vigore di un'eventuale variazione dei tassi di *policy*; all'interno di quello stesso mese non vi saranno di norma altre variazioni dei tassi

³ In una recente ricerca empirica, abbiamo documentato l'attività di arbitraggio intertemporale sul mercato interbancario e-Mid (si veda Baglioni A. – Cupido L.: *The e-Mid inter-bank market: arbitrage activity and policy announcement effects*, working paper, gennaio 2003).

⁴ Il fenomeno dell'*underbidding* è stato approfondito nel numero 2/2001 di Osservatorio Monetario.

ufficiali;⁵ inoltre, l'ultima ORP non si protrarrà nel successivo periodo di riserva, avendo una durata settimanale. Ciò dovrebbe consentire di "isolare" i mesi di riserva obbligatoria: eventuali aspettative di future variazioni dei tassi ufficiali non dovrebbero interferire con il comportamento in asta degli operatori, né generare volatilità sul mercato interbancario. Questo perché l'arbitraggio intertemporale può avvenire soltanto all'interno di un mese di riserva, non essendo consentito il trasferimento (anche parziale) delle posizioni di riserva da un periodo all'altro.

I due provvedimenti sono stati adottati dalla BCE dopo una procedura di consultazione con la comunità bancaria. I risultati della consultazione sono stati complessivamente favorevoli alle novità proposte.⁶ In particolare, le banche hanno convenuto che queste sarebbero in grado di contenere il fenomeno dell'*underbidding*. Peraltro, la maggiore variabilità della durata del periodo di mantenimento (che, secondo stime BCE, potrebbe andare da 21 a 37 giorni) non dovrebbe causare particolari problemi.

Tuttavia, non sono mancate alcune perplessità. La più significativa sembra la seguente. Nel nuovo regime, l'ultima ORP di un periodo di mantenimento della riserva verrà regolata sempre sei giorni prima della fine del periodo stesso: questo è giudicato un intervallo piuttosto lungo, tale da generare – in prossimità della chiusura del mese di riserva – una maggiore volatilità sul mercato interbancario ed eventualmente un aumento del ricorso alle operazioni su iniziativa delle controparti; inoltre, ciò potrebbe spingere le tesorerie bancarie a cautelarsi, incrementando i tassi offerti nell'ultima asta del periodo, producendo così un aumento del tasso medio di aggiudicazione. Occorrerà quindi che la BCE si renda disponibile ad intervenire, durante l'ultima settimana del mese di riserva, con operazioni di *fine tuning*, per compensare eventuali carenze aggregate di liquidità.

⁵ Si ricordi che le riunioni del Consiglio direttivo dedicate alla valutazione della politica monetaria (e ad eventuali provvedimenti) avvengono mensilmente, secondo un calendario prestabilito e noto agli operatori.

⁶ Una sintesi di tali risultati è disponibile sul sito web della BCE (www.ecb.int), nella sezione "Documents for public consultation". Il terzo provvedimento proposto dalla BCE, la sospensione delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, non ha incontrato il favore della comunità bancaria; esso non è stato adottato.

3.4 Le banche italiane: impieghi, raccolta e tassi di interesse*

Tra ottobre 2002 ed il gennaio di quest'anno si sono sostanzialmente consolidate le tendenze da tempo in atto nel mercato del credito, definite da un contenuto sviluppo dell'attività di prestito, segnatamente nella sua componente a breve termine, e da una crescita ancora molto sostenuta della raccolta. Si segnala altresì una ripresa delle sofferenze bancarie.

Con riferimento ai tassi di interesse si rileva un'ulteriore diminuzione sia di quelli attivi sia di quelli passivi, situazione che ha indotto, principalmente nel mese di gennaio, un ridimensionamento del livello degli *spread*.

Gli impieghi. Nella prima parte del quadrimestre in esame è proseguita la decelerazione del ritmo di espansione tendenziale degli impieghi bancari, fino al minimo del 3,3% toccato in novembre. Diversamente, in dicembre e gennaio, la dinamica di crescita dell'aggregato ha riacquisito velocità, con incrementi dell'ordine del 6% (TAB. 3.2).

TAB. 3.2 – Tassi di variazione annua delle principali voci dell'attivo delle banche italiane

		Impieghi				Portafoglio titoli	
		Totali	Vivi			Titoli di Stato e Obbligaz.	Azioni e partecipaz.
			Totali	a breve	a m/l		
2001	Dic	6,3	7,8	6,5	9,1	-8,3	1,4
2002	Mar	5,3	6,4	2,4	10,6	-1,1	11,9
	Giu	5,8	6,2	2,1	10,3	-10,8	20,2
	Set	4,9	5,0	-0,5	10,6	-13,7	18,5
	Ott	4,7	4,9	-1,3	11,2	-14,7	22,2
	Nov	3,3	3,3	-3,5	10,2	-17,6	19,4
	Dic	5,6	5,9	0,3	11,5	-19,8	17,2
2003	Gen	6,1	6,0	0,5	11,5	-	-

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

Particolarmente debole è stato l'andamento della componente a breve termine che, dopo aver toccato un tendenziale -3,5% a novembre, ha ripreso successivamente tono, registrando tassi di variazione molto modesti ma di segno positivo (+0,5% in gennaio). E' viceversa proseguita a ritmi sostenuti la crescita

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

dei prestiti a medio-lungo termine (a gennaio +11,5%), la cui consistenza è ormai superiore a 500 mila milioni di euro (il totale degli impieghi vivi è pari a circa 980 mila milioni).

I fattori determinanti tali tendenze sono quelli anticipati nei precedenti numeri di *Osservatorio Monetario*, e cioè, da un lato, il generalizzato rallentamento dell'economia - che riduce la domanda di prestiti da parte delle imprese e di credito al consumo da parte delle famiglie e acuisce l'attenzione con cui le banche valutano i rischi associati all'erogazione di nuovo credito tramite forme tecniche poco garantite - in primis l'apertura di credito in c/c. E' da segnalare tuttavia che l'espansione del mercato immobiliare, forse legato al cattivo andamento della Borsa, ha sostenuto l'aumento della domanda di mutui ipotecari per l'acquisto di immobili; per le banche ciò ha consentito di accrescere il portafoglio prestiti contenendone il rischio complessivo. Un ulteriore fattore esplicativo della crescita dei prestiti a medio-lungo termine è dato dall'aumento dell'attività di *leasing*, legato alle agevolazioni fiscali associate a questa forma di credito.

Una tendenza che si è andata affermando nel corso del quadrimestre concerne i prestiti in sofferenza: nello scorso mese di maggio il relativo tasso di variazione era divenuto positivo per la prima volta dal maggio 1999 ed è continuato ad aumentare nel corso del terzo quadrimestre (+2,1% a dicembre). Una simile inversione di tendenza è dovuta molto probabilmente ad un qualche peggioramento della qualità del portafoglio prestiti delle banche, dovuta tra l'altro alle difficoltà di un numero crescente di imprese anche di grandi dimensioni, ma è in qualche misura anche il frutto di un minore ricorso alle operazioni di securitization, per le quali dalla fine del 2001 è venuto meno il beneficio fiscale.

Con riguardo al portafoglio titoli si riscontra una sua ulteriore contrazione: a gennaio il tasso di variazione dell'aggregato, composto dai titoli sia di debito che azionari detenuti dal sistema, era pari a -10,3% ed il suo valore rappresentava quasi il 15% del totale dei prestiti. Lo scarso interesse delle banche per questa forma di investimento è motivata, non solo dal negativo andamento del mercato azionario e dal contenuto livello dei tassi di interesse offerti dai titoli a basso rischio - segnatamente i titoli di stato che diminuiscono a dicembre del 19,8% - ma anche dal timore per la possibilità di un peggioramento del rischio incorporato dalle obbligazioni *corporate*.

La raccolta. In uno scenario contrassegnato dall'andamento fortemente negativo dei mercati azionari, dalla crescente rischiosità dei titoli *corporate* e dai bassi livelli di remunerazione dei titoli *risk free*, aumenta per il risparmiatore l'appetibilità dei depositi bancari, la cui crescita prosegue a ritmi sostenuti (+7% a gennaio, TAB. 3.3). Come nei precedenti quadrimestri la crescita della raccolta bancaria è trainata dai conti correnti e dalle obbligazioni (rispettivamente, +7,7% e +9,3% a gennaio). Anche i pronti contro termine mostrano un elevato dinamismo (+17,6%), benché la loro entità sia ancora piuttosto contenuta (poco più di 90 miliardi a gennaio).

La dinamica di crescita della raccolta indiretta, soddisfacente per quasi tutto il 2002, ha accusato una battuta d'arresto in dicembre (-2,7% su base annua), risentendo, in parte, di un effetto base. In generale, lo sviluppo dell'aggregato è da imputarsi esclusivamente ai dossier titoli detenuti dalle banche per conto della propria clientela, mentre la componente di risparmio gestito è tuttora in forte diminuzione.

TAB. 3.3 – 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	Dic	6,5	9,4	-11,8	0,1	11,6	10,6	7,9	9,2	-16,7
2002	Mar	9,1	12,5	-10,4	7,5	8,3	10,3	9,5	8,7	-12,8
	Giu	8,2	11,7	-12,8	9,3	5,4	12,1	9,5	6,4	-14,4
	Set	7,0	8,9	-8,5	9,4	6,2	10,8	8,3	7,8	-15,0
	Ott	6,4	8,3	-10,3	9,5	6,4	11,1	8,0	5,3	-9,5
	Nov	7,8	10,3	-10,4	9,4	7,2	10,2	8,7	6,4	-9,6
	Dic	8,2	9,4	-12,5	8,0	17,2	9,9	8,8	-2,7	-10,2
2003	Gen	6,9	7,7	-13,9	6,9	17,6	9,3	7,8	-	-

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

Tassi attivi. La progressiva diminuzione dell'intera struttura dei rendimenti di mercato si è riflessa anche sui tassi di interesse bancari. Questi ultimi, dopo la fase di stabilità o di leggera discesa che li aveva caratterizzati fino alla fine dell'estate, hanno assunto, nei mesi finali dell'anno trascorso, un profilo di più decisa flessione, confermato anche dalle prime rilevazioni del 2003. Per effetto di tale andamento, il 2002 si è chiuso con un sensibile ridimensionamento dei livelli

medi dei tassi e degli *spread* rispetto al 2001, con un intuibile impatto depressivo sui margini dell'intermediazione bancaria con la clientela.

Più in dettaglio, nel periodo ottobre 2002-gennaio 2003 si è riscontrata una riduzione di 25 centesimi del tasso medio attivo per operazioni a breve termine in euro, passato dal 5,79% al 5,54% (TAB. 3.4). Negli stessi mesi, si è inoltre osservata una tendenza all'ampliamento del differenziale tra questo tasso e quello minimo, che potrebbe segnalare un crescente atteggiamento cautelativo delle banche nell'erogazione del credito.

TAB. 3.4 – Tassi attivi (sui crediti in euro)

		A breve			A medio-lungo		
		c/c	Min.	Medio	sulle consistenze	sulle nuove erogazioni	
						alle imprese	alle famiglie
2001	Dic	6,77	3,59	5,91	5,83	4,74	5,87
2002	Mar	6,70	3,47	5,77	5,52	4,75	5,91
	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	3,49	5,76	5,42	4,81	5,79
	Ott	6,75	3,47	5,79	5,37	4,67	5,71
	Nov	6,71	3,45	5,77	5,35	4,67	5,66
	Dic	6,62	3,28	5,66	5,27	4,42	5,37
2003	Gen	6,56	3,15	5,54	5,05	4,39	5,50
31-Dic-02		6,51	3,20	5,51			
10-Gen-02		6,58	3,17	5,54			
20-Gen-02		6,58	3,14	5,56			
30-Gen-02		6,53	3,08	5,53			

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

In parallelo, il rendimento nominale dello stock di prestiti a più lunga scadenza, in sintonia con l'andamento fortemente riflessivo dei tassi del mercato obbligazionario, ha registrato un profilo discendente più accentuato, cedendo complessivamente 32 centesimi, di cui 10 tra ottobre e dicembre e 22 nel solo mese di gennaio, fino al 5,05%. Tale livello si commisurava al 4,39% ed al 5,50%, praticati mediamente sulle nuove erogazioni alle imprese e alle famiglie

consumatrici. A tal proposito, la consistente diminuzione del costo del credito per le famiglie (a gennaio -0,5 punti sui dodici mesi), unitamente alla sostenuta crescita dei prestiti a medio-lungo termine, conferma il forte orientamento delle banche a sviluppare la propria attività nel comparto dei mutui casa.

Tassi passivi. In gennaio, i tassi passivi hanno toccato nuovi minimi storici, accusando cali significativi rispetto ai livelli conseguiti nell'ultima parte del 2002. In particolare, il tasso nominale corrisposto dalle banche sui depositi in euro registrava una diminuzione di 19 centesimi rispetto ad ottobre, toccando l'1,20%. Questo movimento al ribasso si è segnalato particolarmente consistente per la remunerazione dei depositi della clientela migliore, il cui scarto rispetto alla media si posizionava a fine gennaio a 176 punti base (TAB. 3.5).

Quanto alla raccolta obbligazionaria, si è riscontrata una flessione di 23 centesimi del tasso di interesse sui titoli in essere, dal 4,04 di ottobre al 3,81% di fine gennaio. Nello stesso periodo, le banche hanno beneficiato di una diminuzione del costo delle nuove emissioni a tasso fisso dal 3,40 al 3,23%.

TAB. 3.5 – Tassi passivi (sui depositi in euro)

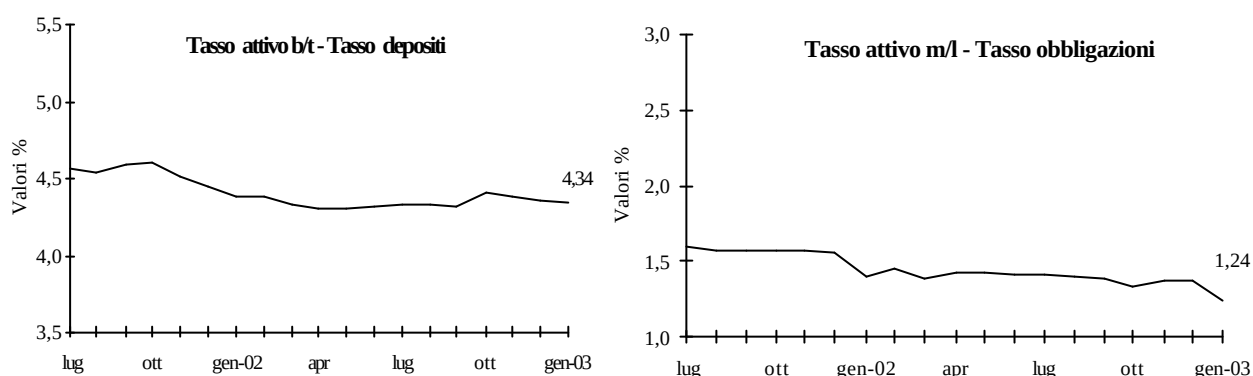
	Depositi (in euro)				Obbligazioni	
	c/c	CD lire	Max Depositi	Medio Depositi	Medio Consistenze	Emissioni a tasso fisso
2001 Dic	1,38	3,27	3,53	1,47	4,28	4,02
2002 Mar	1,36	2,97	3,34	1,44	4,14	3,93
Giu	1,42	2,86	3,33	1,47	4,07	3,85
Set	1,38	2,81	3,30	1,44	4,03	3,54
Ott	1,34	2,78	3,26	1,39	4,04	3,40
Nov	1,35	2,75	3,25	1,39	3,98	3,30
Dic	1,25	2,72	3,13	1,30	3,90	3,39
2003 Gen	1,15	2,66	2,96	1,20	3,81	3,23
31-Dic-02	1,19	2,70	3,04	1,23		
10-Gen-02	1,15	2,67	2,98	1,20		
20-Gen-02	1,14	2,65	2,95	1,19		
30-Gen-02	1,13	2,62	2,86	1,19		

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

Gli spread. La forbice tra il rendimento degli impieghi e il costo della raccolta, sostanzialmente stabile negli ultimi mesi del 2002, ha denunciato una consistente diminuzione in gennaio (-10 centesimi su base mensile; -18 su base

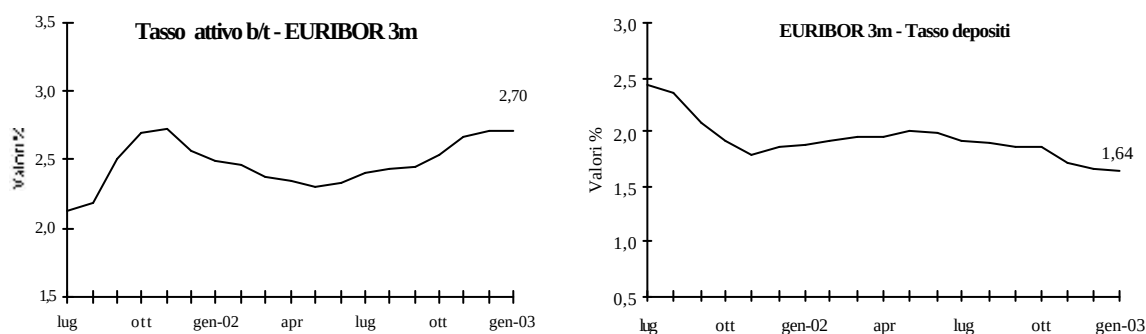
annua) riconducibile, in massima parte, al cedimento del tasso attivo sui prestiti a lunga scadenza. In questo mese si è osservata, in particolare, la diminuzione del differenziale a medio-lungo termine (attivo – obbligazioni) dall'1,37% all'1,24%; si è osservata altresì una migliore tenuta dello *spread* sulle operazioni a più breve scadenza (attivo – depositi), in calo di 2 centesimi su base mensile, al 4,34% (FIG. 3.10).

FIG. 3.10 – Spread sui tassi medi bancari



Sotto il profilo della contribuzione dell'attività di prestito, il *mark-up* sull'Euribor 3 mesi del tasso a breve termine, passato tra ottobre e gennaio dal 2,53 al 2,70%, segnala una tendenza di progressiva crescita, presumibilmente destinata a proseguire, date le aspettative di ulteriore discesa dei tassi di interesse. Al contrario, nello stesso arco temporale, la contribuzione unitaria della raccolta di pari durata (*mark-down*) è scesa di 23 centesimi, dall'1,87 all'1,64% (FIG. 3.11).

FIG. 3.11 – Spread dei tassi medi sull'Euribor



3.5 Le previsioni dei tassi bancari

Dall'agosto 2002 ad oggi, la riduzione dei tassi passivi è stata superiore alle nostre previsioni in conseguenza della sottovalutazione della discesa dei tassi di mercato e del Repo (TAB. 3.6, righe (a) e (c)). Se non vi fosse stata questa sottovalutazione, infatti, le stime dei tassi passivi sarebbero risultate in linea con i loro valori effettivi, in particolare per quanto riguarda i rendimenti dei c/c passivi e delle obbligazioni bancarie (cfr. le righe (a) e (b)).

La riduzione dei tassi attivi risulta invece in linea con le attese. Questo apparente successo è però solo la conseguenza di una compensazione tra gli effetti di una sottovalutazione dell'abbassamento dei tassi di mercato ed un imprevisto aumento dello *spread* fra tasso attivo ed Euribor (cfr. le righe (b) e (c) della TAB 3.6). Le cause dell'aumento di questo differenziale possono essere varie, per esempio potrebbe trattarsi di una ricomposizione della clientela o di un maggior peso del rischio di credito nella determinazione dello *spread*. Qualunque sia la causa, comunque, se ne è tenuto conto nelle nuove previsioni dei tassi attivi bancari.

TAB. 3.6 – Andamento dei tassi bancari fra agosto 2002 e gennaio 2003

TAB. 5.6 Andamento dei tassi bancari fra agosto 2002 e gennaio 2003									
Mese	Repo (media mensile)	Euribor		Rendiob	Medio impieghi a breve	Passivo c/c	Tasso CD < 6m.	Tasso CD > 18 m.	Obbl. bancarie
		3m.	12m.						
Agosto '02 (a)	3,25	3,35	3,44	4,82	5,79	1,40	2,53	3,02	3,78
Gennaio'03 (a)	2,75	2,83	2,71	4,13	5,54	1,15	2,15	2,40	3,23
(b)	2,75	2,83	2,71	4,13	5,36	1,15	2,22	2,58	3,23
(c)	3,00	3,11	3,21	4,62	5,49	1,29	2,39	2,76	3,51
Gen-ago (a)	-0,50	-0,52	-0,73	-0,79	-0,25	-0,25	-0,38	-0,62	-0,55
(b)	-0,50	-0,52	-0,73	-0,79	-0,43	-0,25	-0,31	-0,44	-0,55
(c)	-0,25	-0,24	-0,23	-0,20	-0,30	-0,11	-0,14	-0,26	-0,27
Errore (a)-(b)	-	-	-	-	+0,18	0,00	-0,07	-0,18	0,00
Errore (a)-(c)	-0,5	-0,28	-0,50	-0,59	+0,05	-0,14	-0,24	-0,36	-0,28

Fonte: Banca d'Italia, BCE e Osservatorio Monetario 3/2002;

Nota: (a)= valori effettivi (in neretto); (b)= previsioni dei tassi bancari nell'ipotesi di perfetta conoscenza dei valori di mercato; (c)= previsioni precedente Osservatorio (in corsivo).

L'ipotesi sottostante le nostre stime per il periodo febbraio-luglio 2003 è che nella prima metà del 2003, l'Euribor a un mese segua un profilo decrescente.

In base a questo andamento calcolati derivati i rendimenti attesi dell'Euribor a 3 e 12 mesi, che sono i tassi di mercato che entrano come "input" nelle nostre equazioni. Per quanto riguarda il Repo, l'altra importante variabile che influenza i tassi bancari, si è fatta l'ipotesi di una riduzione già a maggio di 0,25 punti base, anche se a causa dell'incertezza dello scenario internazionale, la riduzione complessiva potrebbe essere di mezzo punto e/o avvenire in momenti diversi.

I risultati delle varie stime sono riportati nella TAB. 3.7.

TAB. 3.7 – Tassi di mercato, tassi bancari e previsioni (medie mensili)
(in neretto i valori già noti)

Mese	Repo (media mensile)	Euribor			Rendiob	Medio impieghi a breve	Passivo c/c	Tasso CD < 6m.	Tasso CD > 18 m.	Obbl. bancarie
		1m.	3m.	12m.						
2003 Gen	2,75	2,86	2,83	2,71	4,13	5,54	1,15	2,15	2,40	3,23
Feb	2,75	2,79	2,72	2,50	3,87	5,46	1,14	2,12	2,38	2,93
Mar	2,55	2,59	2,50	2,35	3,87	5,35	1,07	2,05	2,30	2,88
Apr	2,50	2,49	2,43	2,33	3,95	5,23	1,01	1,96	2,22	2,86
Mag	2,50	2,42	2,37	2,32	4,00	5,12	0,93	1,87	2,15	2,83
Giu	2,25	2,37	2,34	2,33	4,04	5,02	0,89	1,81	2,10	2,87
Lug	2,25	2,33	2,31	2,34	4,10	4,96	0,88	1,80	2,10	2,91

Fonte: nostre elaborazioni su dati BCE, Banca d'Italia, Il Sole 24Ore.

Ne emerge uno scenario di tassi bancari ancora in flessione, pur se con una tendenza ad appiattirsi dopo la prima parte dell'anno. Ovviamente se la riduzione del Repo fosse maggiore, maggiore sarebbe anche la flessione dei tassi attivi e passivi.

4. STRUMENTI FINANZIARI E GESTIONE DEL RISPARMIO*

L'incertezza che per tutto il 2002 ha caratterizzato i mercati finanziari ha condizionato fortemente la raccolta di capitali da parte delle società quotate come pure le scelte di investimento degli investitori, sia istituzionali che privati. Si è infatti pressoché dimezzato il volume di denaro raccolto dalle imprese mediante aumenti di capitale e offerte pubbliche di azioni, mentre i gestori del risparmio e il pubblico hanno privilegiato investimenti poco rischiosi allo scopo di proteggere il capitale investito.

In tale contesto non si è però assistito ad una fuga dagli strumenti del risparmio gestito e nel complesso il patrimonio in questione ha subito solo un parziale ridimensionamento, determinato altresì dalla discesa dei prezzi dei titoli in portafoglio; in flessione, benché contenuta, è risultato anche il controvalore degli scambi nei mercati regolamentati a cui si è accompagnata la rarefazione delle richieste di ammissione alla quotazione da parte delle imprese.

4.1 Il ricorso delle imprese al mercato dei capitali

Nel corso del 2002 il volume di risorse fresche canalizzate dalla Borsa Italiana, sia mediante aumenti di capitale da parte di società quotate sia mediante risorse raccolte in occasione dell'accesso alla quotazione (Opvs), è stato pari a 6.583 milioni di euro, in significativa flessione (-54,9%) rispetto ai 14.597 milioni di euro osservati l'anno precedente. Riduzioni marcate hanno interessato sia le Opvs (2.890 milioni di euro contro i 6.981 dello stesso periodo dell'anno precedente, -58,6%), sia gli aumenti di capitale (3.693 milioni di euro contro i 7.616 dello stesso periodo dell'anno precedente, -51,5%). Del totale delle risorse complessivamente raccolte, il 56,1% è attribuibile ad aumenti di capitale (l'anno precedente era stato il 52,2% del totale). Con riferimento alla ripartizione per segmenti di mercato, si osserva l'assoluta prevalenza della Borsa sia per gli aumenti di capitale (96,9% del totale) sia per le Opvs (99,4% del totale).

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

Il denaro raccolto con aumenti di capitale (TAB. 4.1) nei mercati gestiti da Borsa Italiana Spa (Borsa, Mercato ristretto e Nuovo Mercato) è ammontato a 3.693 milioni di euro a fronte di 18 operazioni (7.616 milioni di euro con 25 operazioni nello stesso periodo del 2001). In marcata riduzione è risultata la dimensione media delle operazioni (205,1 contro i 304,7 milioni di euro dell'anno precedente). Si è ridotta significativamente nel periodo in esame 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 0,64% del periodo in esame; mentre il secondo è passato da 1,29% a 0,81%.

TAB. 4.1 – Flussi di denaro canalizzati dalla borsa italiana con offerte di azioni

	2000	2001	2002
Aumenti di capitale di soc. quotate			
numero operazioni	31	25	18
denaro raccolto (milioni)	3.793	7.616	3.693
Importo medio (milioni)	122,4	304,7	205,1
In % della capitalizz. di fine periodo	0,5%	1,3%	0,8%
In % degli scambi del periodo	0,4%	1,2%	0,6%
Offerte pubbliche di vendita/sottoscr.			
numero operazioni	48	20	9
denaro raccolto (milioni)	12.967	6.981	2.890
Importo medio (milioni)	270	349,1	321,1
In % della capitalizz. di fine periodo	1,6%	1,2%	0,6%
In % degli scambi del periodo	1,5%	1,1%	0,5%

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). Le prime due operazioni per dimensione del 2002 hanno riguardato Alitalia (luglio) che ha pesato per poco meno del 21,8% sul totale e Fiat (gennaio-febbraio) che ha pesato per il 15,5%.

Un ulteriore importante sintomo del periodo di difficoltà attraversato dal mercato primario delle società quotate è dato dalle percentuali di inoptato inusuali: in 4 casi la quota di titoli non sottoscritti rispetto al totale dei titoli offerti è stata superiore al 50% (Tecnodiffusione, Olcese, Finpart e Vemer Siber Group).

Nel corso del 2002 (TAB. 4.1) il processo di ingresso sul mercato di nuove società si è sostanzialmente inaridito: si sono avute solo 9 operazioni di Opvs, per complessivi 2.890 milioni di euro (contro le 20 operazioni per complessivi 6.981 milioni di euro del 2001 e le 48 operazioni per un totale di 12.967 milioni del 2000). Quasi tutte le nuove ammissioni a quotazione (salvo una, della quale si dirà nel seguito) hanno riguardato la Borsa, mentre da luglio del 2001 nessuna nuova società accede al Nuovo Mercato. Per contro, si sono avute quattro uscite "nette" (non concomitanti cioè ad operazioni di fusione o di incorporazione) dalla quotazione (Gildemeister, Idra Presse, Marangoni e Rotondi Evolution). Degno di nota infine il fatto che, dopo oltre 4 anni ha fatto il suo ingresso al mercato ristretto una società (Cit, novembre 2002); era infatti dal febbraio 1998 che una società (Sicc) non entrava sul mercato ristretto a seguito di IPO. Le maggiori risorse in occasione di offerte iniziali finalizzate alla quotazione sono state raccolte da Pirelli Real Estate (giugno, 375 milioni di euro), ASM (luglio, 360 milioni) e Fiera di Milano (dicembre, 97,5 milioni). Per effetto della dinamica di nuove quotazioni e cancellazioni, il numero di società quotate in borsa è risultato stabile a fine 2002 rispetto all'anno precedente (237 società a fine di entrambi i periodi), come pure quelle quotate sul Nuovo Mercato (45 al termine di entrambi i periodi) e 13 erano le società quotate al mercato ristretto (contro le 12 a fine 2001). Anche nel periodo in esame, come già era successo nel 2001, la performance delle società neo quotate è stata decisamente deludente: solo in un caso (Cit, quotata al mercato ristretto), il prezzo di fine anno si collocava ad un livello superiore (benché solo del 6%) rispetto al prezzo di collocamento; in tutti gli altri casi la performance è stata negativa (in alcuni casi pesantemente: Astaldi -39% e Pirelli Real Estate -31%). In un mercato intonato costantemente al ribasso (i corsi delle società quotate in borsa hanno mostrato infatti un arretramento medio di poco meno del 25% e quelli delle società del Nuovo Mercato di oltre il 50%) è poi da giudicare naturale la circostanza che il rapporto di *oversubscription* (rapporto tra titoli domandati dagli investitori e titoli disponibili in offerta) sia stato quasi costantemente attorno all'unità (quindi la domanda di titoli ha raramente superato l'offerta).

Dopo un periodo di espansione iniziato con il loro debutto nel 1998, anche il numero dei covered warrant ammessi alla quotazione è sensibilmente diminuito nel corso del 2002, passando da 5.866 a fine 2001 a 3.571 a fine 2002. A tale

circostanza non si ritiene sia estraneo un approccio di breve periodo con il quale sono stati proposti al pubblico tali strumenti.

4.2 La gestione del risparmio

Da oltre un anno l'industria del risparmio gestito risente delle performance negative dei mercati azionari e delle incertezze di natura economica e politica che stanno caratterizzando il quadro internazionale. Ciò nonostante, il ridimensionamento del patrimonio complessivamente gestito dagli investitori istituzionali è stato contenuto nel 10% rispetto alla fine del 2001 e si è accompagnato ad uno spostamento delle preferenze del pubblico tra i prodotti del risparmio gestito. I gestori e gli investitori si sono progressivamente orientati verso forme di investimento meno rischiose e caratterizzate da un elevato grado di liquidità, nell'intento di garantire una sostanziale protezione del capitale investito. Considerando il portafoglio delle gestioni patrimoniali, si osserva (TAB. 4.2) nell'ultimo biennio un recupero degli investimenti in titoli di stato (dal 25,8% al 36,6% del portafoglio) e delle obbligazioni (dal 10,5% al 15,4%), mentre sono pressoché dimezzati gli investimenti in azioni ed ha subito un forte ridimensionamento l'incidenza degli investimenti in quote di fondi comuni. A tale proposito va però osservato che a diminuire è il peso dei fondi italiani, mentre risulta ancora in crescita il peso delle quote di fondi esteri. Tale risultato risente, da un lato, della necessità dei gestori di rivolgersi ad operatori ritenuti più qualificati e, dall'altro, dell'attenuazione del fenomeno che ha visto prevalere l'offerta alla clientela di prodotti esclusivamente "della casa".

Passando a considerare il portafoglio complessivo dei fondi comuni, si nota anche in questo caso lo spostamento verso strumenti più liquidi quali i titoli di stato a scapito delle azioni; tuttavia, tenuto conto delle condizioni di incertezza dei mercati il portafoglio appare, nel complesso, relativamente equilibrato. Si ha un sovrappeso dei titoli di stato (poco più del 40% del portafoglio, una incidenza delle azioni (pari al 26% del portafoglio) più contenuta rispetto agli ultimi anni e una sostanziale stabilità del peso delle obbligazioni (attorno ad un terzo del portafoglio); inoltre, continuano ad avere una incidenza rilevante (attorno al 50% del portafoglio) gli strumenti finanziari esteri.

**TAB. 4.2 – Composizione percentuale del portafoglio
dei fondi comuni e delle GPM**

	1998	1999	2000	2001	2002 (1)
Fondi Comuni					
Titoli di Stato	56,1	36,1	30,2	33,2	40,9
di cui: BOT	4,5	1,6	1,0	3,8	5,4
BTP	29,0	20,5	20,2	20,6	21,4
CCT	11,5	8,5	6,1	7,1	10,7
Obbligazioni	19,8	26,0	26,8	32,0	33,0
- italiane	1,2	1,8	2,1	2,9	3,3
- estere	18,6	24,2	24,7	29,1	29,7
Azioni	24,0	37,8	43,0	34,8	26,1
- italiane	11,4	10,0	10,6	7,0	5,7
- estere	12,6	27,8	32,4	27,8	20,4
Altre attività finanziarie	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Totale attività finanziarie	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
GPM					
Titoli di Stato	44,8	31,4	25,8	31,2	36,6
di cui: BOT	2,3	1,2	0,5	0,6	1,3
BTP	24,0	17,4	16,2	21,2	23,2
CCT	12,3	9,2	7,1	7,7	10,1
Obbligazioni	11,0	10,2	10,5	12,9	15,4
- italiane	3,9	4,2	5,5	8,4	9,8
- estere	7,1	6,0	5,0	4,5	5,6
Azioni	6,9	8,9	8,3	7,3	4,7
- italiane	5,2	6,0	5,8	5,3	3,2
- estere	1,7	2,9	2,5	2,0	1,5
Altre attività finanziarie	0,1	0,7	1,2	0,6	0,6
Quote di fondi	37,2	48,8	54,2	48,0	42,7
- italiani	34,6	42,5	44,8	35,6	30,0
- esteri	2,6	6,3	9,4	12,4	12,7
Totale attività finanziarie	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: nostra elaborazione su dati Banca d'Italia;

(1) Dati al 31/12 per i fondi comuni e al 30/9 per le Gpm.

La raccolta del risparmio da parte dei fondi comuni italiani. Nel corso del 2002 la raccolta netta dei fondi comuni di investimento italiani è stata negativa per 12.697 milioni di euro (contro una raccolta negativa per 20.835 milioni di euro nell'intero anno precedente).

La raccolta netta è risultata (TAB. 4.3) negativa per tutti i comparti, eccettuati i fondi di liquidità: -9.420 milioni di euro per i fondi azionari (-18.870 milioni nell'intero anno precedente); -10.319 milioni di euro per i fondi bilanciati (-16.271 milioni nel 2001 e +17.250 milioni nel 2000); -19.673 milioni per i fondi obbligazionari (-6.606 milioni nel 2001 e -68.987 nel 2001). I fondi di liquidità hanno avuto una raccolta positiva per 27.267 milioni (+21.788 milioni di euro nel

2001 e +1.041 milioni nel 2000), mentre per quelli flessibili la raccolta è stata negativa per 552 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. 4.3) valori pari a -8,5% per i fondi azionari, -19,9% per i fondi bilanciati, -10,4% per i fondi obbligazionari, +53,1% per i fondi di liquidità e -8,1% per i fondi flessibili. Nel complesso, una riduzione del 3,1%.

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 43%, in termini di attività gestite (di cui il 21% riconducibile ai fondi di liquidità).

TAB. 4.3 – Raccolta netta dei fondi comuni di diritto italiano

Categorie di fondi	2000	2001	2002
valori assoluti (in milioni di euro)			
Azionari	39.530	-18.870	-9.420
Bilanciati	17.250	-16.271	-10.319
Obbligazionari	-68.987	-6.606	-19.673
Liquidità	1.041	21.788	27.267
Flessibili	4.712	-876	-552
Totale	-6.454	-20.835	-12.697
in % patrimonio fine periodo precedente			
Azionari	28,1	-12,1	-8,5
Bilanciati	33,6	-22,4	-19,9
Obbligazionari	-26,8	-3,5	-10,4
Liquidità	4,9	96,9	53,1
Flessibili	86,2	-11,4	-8,1
Totale	-1,4	-4,6	-3,1

Fonte: Assogestioni e nostre elaborazioni.

Il patrimonio netto complessivo gestito dai fondi comuni di diritto italiano è passato da 409.296 milioni di euro a fine 2001 a 360.694 a fine 2002 (-11,9%); 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 -34,4% per i fondi azionari, a -30,3% per i fondi bilanciati, a -8,9% per i fondi obbligazionari, a +47,6% per i fondi di liquidità e a -36,4% per i fondi flessibili.

La concentrazione del settore, calcolata a livello di gruppo, vede i primi 3 gruppi (rispettivamente SanPaolo-Imi con il 18,45%, IntesaBci con il 18,41% e UniCredito con il 13,64%), detenere a fine 2002 il 50,5% 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 gruppi (comprendendo quindi anche Capitalia con il 6,83% e Arca con il 5,4%) rappresentavano il 62,7% (contro il 61,9% a fine 2001 e il 62,5% di fine 2000). La concentrazione del settore si mantiene dunque sostanzialmente stabile (e ciò emerge anche dalla quota di mercato cumulata delle prime 10 società, che oscilla attorno all'80% al termine di tutti e tre gli anni considerati).

Anche nel 2002 è continuato il fenomeno, osservato a partire dal 2000, di erosione delle attività in gestione da parte dei fondi comuni di diritto italiano. La dimensione di tale fenomeno è stata di proporzioni inferiori rispetto al 2001, ma ciò nonostante è da giudicare più preoccupante. Il segnale che si può trarre infatti, è l'ingresso dell'industria in una fase di maturità, nella quale potrebbe essere definitivamente venuto meno quello che era stato il driver principale per l'evoluzione del settore, ovvero la crescita delle attività in gestione. Ciò ha due conseguenze: una di breve e una di medio-lungo periodo. La conseguenza di breve periodo è la riduzione del volume delle commissioni generate dalla gestione di attivi che hanno smesso di crescere e che, sempre più, sono allocati su veicoli a bassa redditività unitaria per le società che li gestiscono (fondi monetari e obbligazionari a breve termine). Tali prodotti inoltre, dato il corrente livello dei tassi di interesse, mostrano una decrescente capacità di "sopportare" commissioni di gestione. D'altro lato, in un mercato in contrazione, diventa sempre più difficile perseguire la strada dell'innovazione di prodotto, che in passato ha consentito alle Sgr di alimentare la crescita. Tali fattori a loro volta tendono a provocare una contrazione della redditività delle Sgr, caratterizzate da una relativa rigidità nei costi operativi. Nel medio-lungo periodo ci si deve attendere nel settore l'emergere di capacità produttiva in eccesso, per effetto della eccessiva

frammentazione dei produttori e della gamma dei prodotti; tra le conseguenze prevedibili di tale situazione si possono intravedere:

- la necessità per tutti i soggetti del settore di scindere le funzioni di produzione da quelle commerciali e di distribuzione, al fine di perseguire la riduzione dei costi mediante il raggiungimento della scala produttiva più adeguata per le singole funzioni;
- un possibile aumento del grado di concorrenza all'interno del settore, a seguito del venir meno della crescita e dell'inaridirsi delle sue possibilità di differenziazione;
- un consolidamento, soprattutto per le società di gestione del risparmio di medie dimensioni, alla ricerca di scale operative efficienti;
- la razionalizzazione delle linee di prodotto, con l'eliminazione di duplicazioni, emergenti anche dall'esito di passate operazioni di consolidamento.

4.3 Gli scambi di titoli quotati

Il controvalore degli scambi di titoli trattati sui mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana Spa ha mostrato nel corso del 2002, complessivamente, una lieve flessione rispetto all'anno precedente.

Per quanto riguarda gli scambi di azioni quotate (TAB. 4.4) si è osservata una riduzione del controvalore scambiato, pari nel periodo gennaio-settembre 2002 a 573 miliardi di euro, con una media giornaliera pari a 2.274 milioni di euro, in calo del 7,6% 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 287 milioni di euro e una media giornaliera di 1,1 milioni di euro (1,6 milioni in media nel 2001 e 4,6 milioni di euro nel 2000). Il Nuovo Mercato, caratterizzato da un vero e proprio boom di scambi nel 2000, ha mostrato una flessione nel volume dell'attività molto superiore a quella registrata a livello complessivo, con una media di scambi giornaliera pari a 41,2 milioni di euro (in contrazione del 49% rispetto agli 81,6 milioni del 2001, mentre la media giornaliera era stata pari a 116 milioni nel 2000).

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 127%, contro il 93% del 2001 e il 113% del 2000. Il coefficiente di turnover dei titoli quotati sul Nuovo Mercato ha cessato nel periodo di essere (come era sinora sempre avvenuto) apprezzabilmente superiore alla media di quello osservato sugli altri segmenti del mercato, attestandosi al 110%, in riduzione rispetto al 118% del 2001 e al livello record (pari a 201%) del 2000.

TAB. 4.4 – Scambi sui mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana Spa (valori in milioni di euro)

Strumento	2000	2001	2002
Azioni italiane borsa	814.735	599.233	562.270
Azioni italiane m. ristretto	1.158	399	287
Azioni italiane NM	29.300	20.372	10.384
Totale azioni	846.226	620.004	572.940
Warrant	2.731	1.151	721
Covered warrant	31.079	20.780	18.284
Obbl.convertibili	1.141	1.624	1.706
Fondi Chiusi			68
Fondi Aperti e ETF			206
Diritti	354	1.060	119
Obbligazioni	12.089	10.981	10.889
Tit. Stato (Mot)	141.886	126.015	150.879
<i>Strumenti derivati</i>			
Fib30:			
Num. contratti	4.259.350	4.634.329	4.877.464
val. scambi	984.392	829.416	673.836
Mini-Fib:			
Num. contratti	358.439	1.400.135	2.132.937
val. scambi	16.786	49.359	58.078
Midex:			
Num. contratti	2.044	743	774
val. scambi	176	50	48
Futures su azioni			
Num. contratti			59.853
val. scambi			328
Mibo30:			
Num. contratti	2.842.081	2.716.271	2.588.402
val. scambi	323.166	246.555	176.513
Isoalfa:			
Num. contratti	5.871.013	8.329.533	7.587.199
val. scambi	59.431	56.053	34.879

Fonte: nostra elaborazione su dati Borsa Italiana Spa.

Il mercato dei *covered warrant* ha mostrato una flessione (-12%), in media giornaliera (pari a 72,6 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 scambi di strumenti a reddito fisso trattati sul Mot, sostanzialmente stabili sono risultati gli scambi di obbligazioni (10.889 milioni di euro, contro i 10.981 dell'anno precedente) mentre si è osservata una ripresa degli scambi su titoli di Stato (+19,7%), pari nel periodo a 150.879 milioni di euro, contro i 126.015 milioni dell'anno precedente (la media giornaliera è stata pari a 43,21 milioni di euro per le obbligazioni e a 598,73 milioni per i titoli di Stato).

Si è osservato in generale un calo anche in relazione agli scambi di strumenti derivati. Il valore degli scambi sul contratto Fib30 è stato pari a 673.836 milioni di euro, con media giornaliera (in calo del 18,8% rispetto all'anno precedente) pari a 2.674 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 58.078 milioni di euro (+17,3% in media giornaliera, passata da 196 milioni di euro a 230 milioni di euro). In progressivo ulteriore inaridimento invece il contratto Midex, sul quale nel periodo sono stati fatti 774 contratti (743 nell'intero 2001) per un controvalore complessivo scambiato di 48 milioni di euro (50 milioni nell'intero 2001); la media giornaliera degli scambi è stata pari a 188.000 euro, in lieve riduzione 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 700 milioni nel periodo in esame (la media giornaliera degli scambi era stata pari a 1.273 milioni di euro nel 2000). Ancora inferiore la riduzione del livello di attività (-38%) 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 138,4 milioni di euro nel 2002.

I contratti *futures* su singole azioni hanno mostrato un inizio incoraggiante, seppur timido: dal loro debutto (luglio 2002) sono stati fatti poco meno di 60.000 contratti (oltre 530 in media giornaliera) per complessivi 328 milioni di euro (2,93 milioni in media giornaliera).

Le modalità organizzative dei mercati di strumenti finanziari stanno per subire importanti modifiche a seguito della proposta di revisione della direttiva sui servizi di investimento, il cui testo emendato è stato sottoposto alla discussione degli interessati dalla Commissione europea il 19 novembre 2002. L'obiettivo della revisione è quello di promuovere una maggiore armonizzazione della disciplina dei servizi finanziari in direzione di un progressivo completamento del mercato unico, reso possibile e incentivato dalla consolidata realizzazione dell'area monetaria comune dell'euro.

La nuova direttiva, che andrebbe a sostituire la Direttiva 93/22 attualmente in vigore, presenta numerose novità. Tra l'altro, propone di :

- estendere l'elenco degli strumenti finanziari negoziabili sui mercati regolamentati, ricomprendendovi anche alcuni strumenti derivati su merci regolati in contante;
- allargare l'elenco dei servizi di investimento (e in quanto tali soggetti ad autorizzazione per l'esercizio), includendovi la consulenza, mentre la ricerca e l'analisi finanziaria sarebbero esplicitamente riconosciuti come servizi accessori (e pertanto soggetti alle norme sui conflitti di interesse se prestati congiuntamente a servizi di investimento di base);
- eliminare la possibilità (attualmente prevista) per i singoli paesi membri di imporre che gli scambi su titoli quotati avvengano esclusivamente sul mercato regolamentato presso il quale sono quotati (c.d. obbligo di concentrazione);
- introdurre requisiti di trasparenza *pre-trade* (ossia l'informazione sulle condizioni alle quali è possibile realizzare uno scambio), differenziati a seconda della struttura del mercato (in base al principio che le forme di mercato basate sull'intervento in proprio degli intermediari negoziatori non sono compatibili con un elevato livello di trasparenza *pre-trade*) e della natura dell'investitore (professionale oppure *retail*);
- prevedere requisiti di trasparenza *post-trade* (ossia il set informativo relativo alle condizioni alle quali gli scambi di strumenti finanziari hanno avuto luogo) uguali per le diverse strutture di mercato.

Mentre i primi due punti in sostanza contribuiscono – opportunamente – al perfezionamento dell'assetto dell'intermediazione mobiliare in Italia, quelli riguardanti le modalità di svolgimento dei servizi di negoziazione (concentrazione

degli scambi e obblighi di trasparenza) sono suscettibili di ampio impatto, benché la loro eventuale applicazione non sarà comunque immediata, innovando alcuni principi cardine (elevata trasparenza *pre* e *post-trade* e concentrazione obbligatoria) sui quali attualmente è fondato il sistema della negoziazione di strumenti finanziari (in particolare azionari) quotati.

Con riferimento all'obbligo di concentrazione¹, che ha sinora attirato la maggiore attenzione, gli argomenti a favore sono sostanzialmente basati sull'osservazione che solo con la concentrazione (anche ottenibile in presenza di sistemi di scambio alternativi, e quindi di una pluralità di mercati concorrenti, se le proposte presenti sui diversi sistemi sono consolidate in un unico book centralizzato – *central limit order book, CLOB*) è possibile assicurare il pieno rispetto delle regole di priorità di prezzo e soprattutto temporale e quindi, in estrema sintesi, assicurare agli investitori il miglior processo di *price discovery* possibile. Gli oppositori dell'obbligo di concentrazione osservano per contro che tale previsione tende ad ostacolare la libera concorrenza tra sistemi di scambio alternativi, riducendo quindi gli incentivi all'innovazione e penalizzando, per tale via, l'investitore, soprattutto nel medio periodo. La libera azione delle forze di mercato, in tale interpretazione, è sufficiente a garantire il grado di concentrazione "naturale" (in quanto non imposta) di tempo in tempo ottimale, sulla base del principio che i mercati mostrano una naturale tendenza alla concentrazione (*order flow attracts order flow*).

Se si scende dal livello delle posizioni teoriche a quello degli interessi in gioco, l'obbligo di concentrazione, a livello europeo, è sostenuto dai mercati regolamentati per i quali esso è attualmente previsto (come quello italiano e quello francese) e nei sistemi finanziari tradizionalmente basati su mercati *order driven*; la libertà di internalizzazione degli ordini è invece caldeggiata dagli intermediari, soprattutto dalle maggiori banche di matrice anglosassone, abituate a mercati *quote driven*, e che, in assenza di obbligo di concentrazione, dispongono delle maggiori probabilità di "incrociare in casa" ordini di segno opposto provenienti dalla clientela (soprattutto *retail*). Sul piano nazionale, salvo posizioni individuali isolate, vi è ampia convergenza sull'opportunità di mantenere elevati gli standard di trasparenza (che sono poco compatibili con fenomeni di internalizzazione degli

¹ Sul tema della concentrazione obbligatoria si rimanda al Quaderno ASSBB n.174, che può essere scaricato dal sito www.assbb.it.

scambi); a favore della trasparenza si sono espressi, oltre che, come prevedibile, Assosim (che rappresenta gli intermediari specializzati nella negoziazione, i quali vedrebbero seriamente minacciate le loro posizioni dal diffondersi di pratiche di internalizzazione degli ordini *retail*), anche ABI, Assonime e Assogestioni.

4.4 Le Poste e i prodotti di risparmio gestito*

Con l'entrata in vigore, nel maggio del 2001, del Decreto del Presidente della Repubblica n. 144 del 14 marzo 2001, Poste Italiane Spa è diventato un nuovo attore nel panorama finanziario del nostro paese. Infatti, con tale decreto ha trovato compimento la trasformazione delle Poste in un'impresa in grado di fornire, accanto ai prodotti postali e ai servizi tradizionali del Bancoposta (raccolta di risparmio attraverso conti correnti e buoni postali; servizi di pagamento), anche servizi innovativi per gli uffici postali quali i servizi di investimento e accessori disciplinati dal Testo Unico della Finanza (D. Lgs. 24/2/1998, n. 58). Pur restando preclusa la concessione di finanziamenti nei confronti del pubblico, di fatto l'attività esercitata da Poste Italiane Spa è divenuta decisamente assimilabile ad una parte dell'attività svolta dalle banche con le quali, per alcuni aspetti, è entrata di fatto in concorrenza.

La concorrenza appare tanto forte, quando si consideri, oltre all'estensione della gamma di attività esercitabili, l'estensione fisica della rete di vendita: al 31 dicembre 2001 gli uffici postali, capillarmente distribuiti sul territorio nazionale, erano circa 14.000, ovvero poco meno della metà degli sportelli bancari.

Oltre ai prodotti tradizionali (quali i BOT e gli altri titoli di debito pubblico della Cassa DD. PP.), le Poste attualmente offrono titoli obbligazionari, fondi comuni di investimento e polizze vita.

Per quanto riguarda **l'offerta di obbligazioni** si osserva che queste sono rappresentate esclusivamente da obbligazioni strutturate "*equity linked*": il loro rendimento è indicizzato ad indici o panieri di titoli o di indici borsistici internazionali o al tasso di inflazione e hanno una durata compresa tra i 3 e i 5 anni; garantiscono sempre la restituzione del capitale e in taluni casi anche un rendimento minimo alla scadenza. Si tratta del collocamento di prestiti emessi da

* A cura di A. Banfi e R. Famà.

primarie aziende di credito e sono quotati in Borsa. Non sono in generale previste commissioni di sottoscrizione a carico del pubblico mentre è applicata una commissione dello 0,35%, con un minimo di 10,33 euro, sulle negoziazioni.

Per quanto riguarda **i fondi comuni di investimento** l'offerta di Poste Italiane si articola su tre prodotti denominati "BancoPosta Monetario", "BancoPosta Obbligazionario Euro" e "BancoPosta Azionario Internazionale", rispettivamente rientranti nelle seguenti categorie di Assogestioni: "Fondo Obbligazionario Area Euro a Breve Termine", "Fondo Obbligazionario Area Euro Medio e Lungo Termine" e "Fondo Azionario Internazionale". Sono fondi di investimento di tipo aperto (ossia senza vincoli di durata dell'investimento) e che investono esclusivamente in strumenti finanziari; inoltre si tratta di fondi ad accumulazione dei proventi per i quali cioè non è prevista la distribuzione periodica dei rendimenti maturati bensì il loro reinvestimento nel fondo. Si tratta altresì di fondi "no load", che non prevedono cioè commissioni di ingresso e di uscita; non richiedono inoltre commissioni di *performance* o per il passaggio da un fondo all'altro, risultando così in linea con la maggior parte dei fondi presenti nel sistema aventi le medesime caratteristiche di quelli offerti dalle Poste (vedi TAB. 4.5). Sono invece previste delle commissioni di gestione annue che sono pari allo 0,60% del gestito per il fondo monetario, allo 0,90% per il fondo obbligazionario e all'1,50% per il fondo azionario.

**TAB. 4.5 – Percentuale di fondi *no load*.
Confronto con le categorie di fondi offerti dalle Poste**

Categorie Assogestioni	% sul totale
Obbligazioni euro a breve termine	75,0
Obbligazioni euro a medio lungo termine	40,3
Azionari internazionali	37,3

Considerando la percentuale di fondi che prevedono commissioni di rimborso, incentivo e sottoscrizione, suddivisi tra le varie categorie di Assogestioni, si può in generale osservare che tra i fondi azionari internazionali è più diffusa l'applicazione di commissioni, in particolare di incentivo e sottoscrizione, richieste da oltre la metà dei fondi della categoria; consistente è anche il peso dei fondi obbligazionari che applicano tali commissioni mentre è solo una minoranza il numero di fondi monetari che prevede commissioni (TAB. 4.6). Con riferimento, invece, alle commissioni di gestione (ossia le uniche

applicate dai fondi offerti dalle Poste) si rileva che queste sono – come ovvio – applicate da tutti i fondi.

**TAB. 4.6 – Percentuale di fondi che prevedono commissioni.
Confronto con le categorie di fondi offerti dalle Poste**

Categorie Assogestioni	Commissioni		
	Rimborso	Incentivo	Sottoscr.
Obbligazioni euro a breve termine <i>BancoPosta Monetario</i>	6,9 -	30,6 -	22,2 -
Obbligazioni euro a medio lungo termine <i>BancoPosta Obbligazionario Euro</i>	19,4 -	38,7 -	46,8 -
Azionari internazionali <i>BancoPosta Azionario Internazionale</i>	14,5 -	54,2 -	56,6 -

Fonte: elaborazione dati Assogestioni e “500 banche italiane”, edizione 2002 di *Milano Finanza*.

Passando a considerare l’entità delle commissioni medie, dalla TAB. 4.7 si può osservare che le commissioni di gestione sui fondi delle Poste appaiono più contenute di quelle mediamente applicate ai fondi delle stesse categorie e le commissioni di sottoscrizione, come detto, sono nulle.

Quanto alle *performance* dei fondi, il rendimento offerto, il rendimento netto maturato nel 2002 dichiarato dalle Poste è per BancoPosta Monetario, BancoPosta Obbligazionario Euro e BancoPosta Azionario Internazionale rispettivamente del 3,47%, 7,31% e –32,45%, a fronte di rendimenti dei rispettivi *benchmark* del 4,05%, 8,16% e –33,93%. A fine gennaio 2003 il patrimonio gestito rispettivamente dai tre fondi ammontava a 418,9 milioni, 240 milioni e 35,7 milioni, per complessivi 694,6 milioni, pari allo 0,15% dell’intero patrimonio dei fondi di diritto italiano ed estero gestiti da intermediari italiani.

TAB. 4.7 – Commissioni medie di sottoscrizione e di gestione applicate

Categorie Assogestioni	Gestione	Sottoscrizione	
		Min	Max
Obbligazioni euro a breve termine <i>BancoPosta Monetario</i>	0,76 0,60	0,09 -	0,40 -
Obbligazioni euro a medio lungo termine <i>BancoPosta Obbligazionario Euro</i>	1,02 0,90	0,21 -	0,89 -
Azionari internazionali <i>BancoPosta Azionario Internazionale</i>	1,71 1,50	0,45 -	2,29 -

Fonte: elaborazione dati Assogestioni e “500 banche italiane”, edizione 2002 di *Milano Finanza*.

Note: Per le commissioni di sottoscrizione sono indicati valori minimi e massimi poiché si tratta di commissioni variabili (in relazione inversa) in ragione dell’importo sottoscritto”

Per quanto riguarda **i prodotti di risparmio assicurativo**, le Poste offrono tre diversi tipi di polizze a contenuto finanziario "Postapresente", "Postafuturo" e "Programmadinamico", che sono prodotte da Poste Vita Spa, una società assicurativa posseduta interamente da Poste Italiane Spa. Quest'ultima, con una raccolta premi lorda nell'esercizio 2001 di 2.143,9 milioni di euro, si colloca al 12° posto nella graduatoria delle maggiori imprese assicuratrici italiane.

"Postapresente" e "Postafuturo" sono polizze vita di tipo tradizionale il cui rendimento è collegato ad una gestione separata ("Posta Più") che investe prevalentemente in titoli di Stato e obbligazioni societarie: tale rendimento nel corso del 2002 è stato del 5,39% e nel 2001 del 5,27%. L'aliquota di retrocessione è del 100% mentre la commissione di gestione è pari all'1% annuo del valore dell'investimento. Confrontando il rendimento del 2002 con quello offerto dalle altre gestioni separate commercializzate sul mercato, 21 gestioni hanno realizzato un rendimento lordo superiore al 5,39% corrisposto dalle Poste; considerando anche l'aliquota di retrocessione, pari nella maggioranza dei casi all'80%, solo 2 prodotti corrispondono un rendimento superiore.

Per "Postapresente" è previsto un premio unico minimo iniziale di 5.000 euro; sono garantite la restituzione del capitale e la distribuzione annuale degli interessi maturati. Per queste caratteristiche "Postapresente" viene proposta al pubblico anziano quale integrazione del trattamento pensionistico. "Postafuturo" è invece proposta a fini previdenziali, ha una durata di 10 anni e garantisce a scadenza la restituzione del capitale e la corresponsione di un rendimento minimo. Il premio può essere versato in un'unica soluzione con un minimo di 2.500 euro o annualmente, mediante versamenti minimi di 600 euro. Entrambe le polizze prevedono un caricamento sui premi versati compreso tra il 2,5% e il 4%, decrescente in funzione dell'importo sottoscritto. Annualmente è applicata una commissione del 5,5% sul valore dell'investimento accumulato. Non è prevista alcuna penale in caso di riscatto, che può essere richiesto dopo il primo anno.

"Programmadinamico" è un programma assicurativo nell'ambito del quale sono state emesse numerose *tranche* di prodotti. Si tratta di polizze di tipo *index linked*, il cui rendimento è collegato all'andamento di indici azionari che garantiscono a scadenza un rendimento minimo.

Nel complesso, quindi, l'offerta di prodotti del risparmio gestito da parte di Poste Italiane risulta concentrata su un ristretto numero di prodotti altresì



caratterizzati da un basso grado di sofisticazione finanziaria; tali caratteristiche ne fanno strumenti adatti soprattutto ad una clientela *mass market*: infatti, dalla loro comparsa, circa due anni fa, hanno incontrato un discreto favore della clientela delle Poste.

Tuttavia, benché si possano intravedere elementi di concorrenzialità con il sistema bancario con riguardo alla capillare diffusione di sportelli sul territorio, non si ritiene che al momento le Poste possano costituire un pericoloso concorrente per le banche nell'offerta di prodotti di risparmio gestito; infatti i volumi complessivamente gestiti sono ancora relativamente modesti e producono quote marginali del fatturato complessivo dell'azienda che si alimenta ancora, in larga parte, con i proventi dei servizi di corrispondenza e dell'attività di intermediazione svolta nell'interesse dello Stato e della Cassa Depositi e Prestiti.

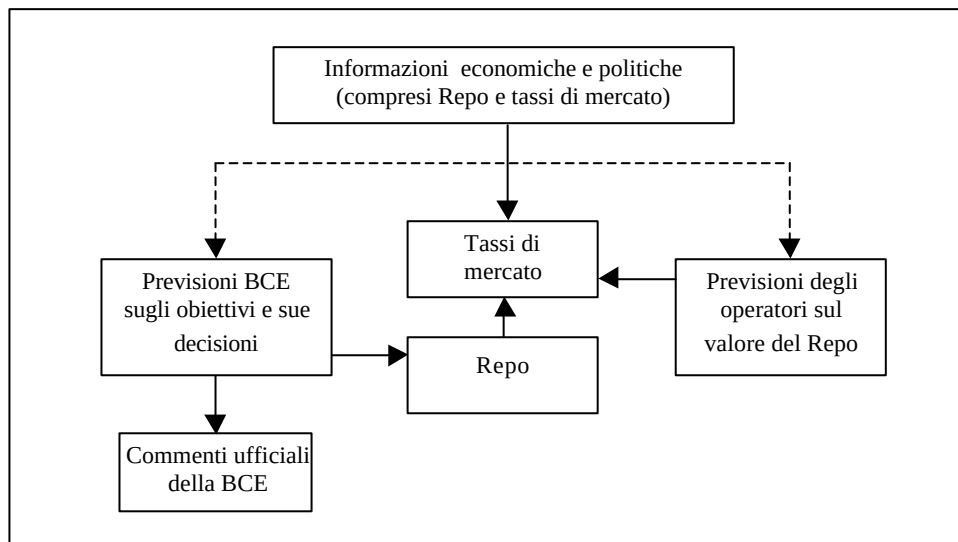
5. E' POSSIBILE PREVEDERE I TASSI UFFICIALI?*

La Banca Centrale Europea assume le proprie decisioni se variare o non variare i tassi ufficiali a seguito dell'esame di una complessa e nutrita serie di variabili economiche. In ossequio al cosiddetto principio di "trasparenza", questo esame viene poi reso pubblico insieme ad un giudizio sintetico che la stessa banca dà sui pericoli per la stabilità di prezzi. E' possibile costruire uno schema teorico, ed anche una sua applicazione, per prevedere le future modifiche dei tassi ufficiali? Per rispondere a questa domanda potrebbe essere sufficiente disporre delle stesse informazioni della Banca Centrale. In aggiunta a queste, ci si può avvalere anche dell'andamento dei tassi di mercato a breve che riflettono, da un lato, le modifiche dei tassi ufficiali e dall'altro le aspettative degli operatori sulla futura politica monetaria (in accordo con la teoria della struttura dei tassi d'interesse). Risulta quindi che le informazioni macro-economiche, i tassi di mercato e i tassi ufficiali sono legati tra di loro da uno schema di interrelazioni che può essere sintetizzato nella FIG. 5.1. Considerando questo schema, per le previsioni sull'andamento dei tassi ufficiali si possono percorrere tre diverse vie:

1. partire dal confronto fra i tassi di mercato e i tassi ufficiali per ricostruire, a ritroso, le aspettative degli operatori, le quali a loro volta sono poi utilizzate a scopo previsionale (nell'ipotesi ovviamente che queste aspettative siano stime "efficienti" del futuro andamento del Repo);
2. utilizzare le informazioni ufficiali sulle decisioni di politica monetaria e sull'andamento dell'economia – che la stessa Banca Centrale rende pubbliche – per cercare di stabilire l'avvicinarsi di manovre monetarie;
3. utilizzare le stesse informazioni sullo "stato" dell'economia che la Banca Centrale impiega nelle sue previsioni, così da "simulare" il suo comportamento. A questo metodo è riconducibile la cosiddetta "funzione di reazione" (di cui un esempio è la *"Taylor rule"*).

* A cura di G. Verga.

**FIG. 5.1 – Informazioni, previsioni, Repo e tassi di mercato:
uno schema delle loro interrelazioni**



5.1 Le aspettative e le previsioni degli operatori

Tralasciando la possibilità di sfruttare le apposite inchieste che appaiono di tanto in tanto sui giornali economici perché troppo frammentarie e discontinue nel tempo, il modo per estrapolare le previsioni degli operatori è confrontare i tassi di mercato con il valore del Repo. Il principio è abbastanza semplice: poiché le previsioni degli operatori e il livello del Repo influenzano i tassi di mercato, dal confronto fra i tassi di mercato e il Repo si devono poter ricostruire, per “differenza”, le previsioni degli operatori. Ovviamente per fare questo occorre conoscere *come* i tassi di mercato sono legati a queste previsioni. Tale argomento è già stato analizzato in un passato numero dell’*Osservatorio Monetario* (2/2002 p. 34-42), in cui si sottolineava che l’opinione più diffusa su questi legami si basa sulla cosiddetta teoria delle aspettative della struttura di tassi per la quale, in equilibrio, per una banca dev’essere “equivalente” indebitarsi sull’interbancario o presso la Banca Centrale. Ne consegue che il rendimento dell’Euribor a scadenza N deve corrispondere ad una media dei valori del Repo a cui la banca potrebbe ottenere lo stesso credito dalla BCE. Se N è un periodo più lungo della durata di una singola operazione di rifinanziamento, l’alternativa all’interbancario è l’attivazione di una successione di queste operazioni, ciascuna attivata alla scadenza della precedente. Il costo di queste operazioni varia ovviamente al

variare del Repo. Se si ipotizza che nell'istante $t+h$ il Repo cambi per poi rimanere inalterato fino alla scadenza del periodo N , a parità di condizioni per una banca sarà equivalente ottenere fondi sull'interbancario o presso la Banca Centrale se:

$$E_{N,t} = (R_t + \dots + R_t + R_{t+h}^e + \dots + R_{t+h}^e) / N$$

|← h volte →| |← N-h volte →|

dove:

$E_{N,t}$ è l'euribor a scadenza N , R_t il Repo al tempo t , R_{t+h}^e il nuovo valore del Repo previsto a partire dal $t+h$.

Detta $\Delta R_{t+h}^e = R_{t+h}^e - R_t$ la variazione attesa del Repo, la relazione precedente diventa:

$$E_{N,t} = (R_t + \dots + R_t + R_t + \Delta R_{t+h}^e + \dots + R_t + \Delta R_{t+h}^e) / N$$

|← h volte →| |← N-h volte →|

ovvero:

$$E_{N,t} = (R_t + \dots + R_t + R_t + \dots + R_t + \Delta R_{t+h}^e + \dots + \Delta R_{t+h}^e) / N$$

|← N volte →| |← N-h volte →|

Da cui:

$$E_{N,t} = [(N R_t + (N-h) \Delta R_{t+h}^e] / N$$

$$E_{N,t} - R_t = \Delta R_{t+h}^e [(N-h) / N]$$

E, infine :

$$\Delta R_{t+h}^e = (E_{N,t} - R_t) [N / (N-h)] \quad (*)$$

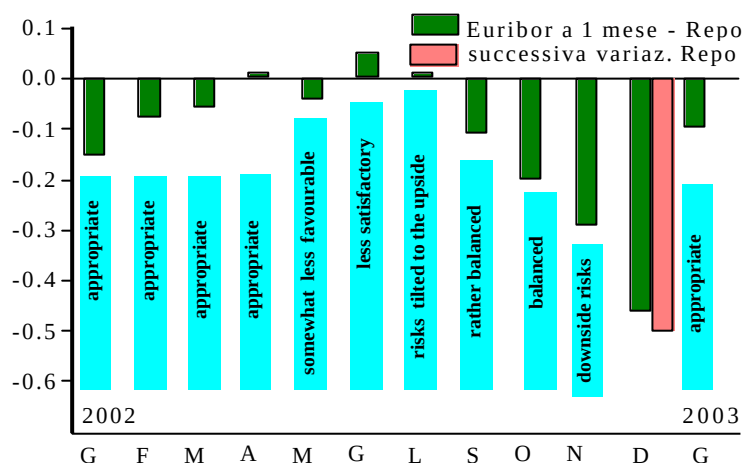
Questa formula esprime il valore oggi atteso per la variazione del Repo in funzione del differenziale odierno Euribor-Repo e del rapporto tra la durata dell'Euribor (N) e il numero dei giorni tra la riunione e la scadenza dell'Euribor ($N-h$).

Ovviamente questa formula è molto semplicistica. Ottenere fondi dall'autorità monetaria non è esattamente la stessa cosa che ottenerli sull'interbancario, il differenziale tra i rendimenti è influenzato anche dalla situazione di liquidità del sistema, e da altri fattori, così che alla formula (*) dovrebbe essere aggiunta almeno una componente p che sintetizza l'effetto di tutte queste altre variabili; essa diventerebbe:

$$\Delta R_{t+h}^e = (E_{N,t} - p - R_t) [N / (N-h)] \quad (**)$$

Alla base dei modelli che cercano di ricostruire le previsioni degli operatori attraverso confronti tra tassi ufficiali e grandezze di mercato vi è una teoria simile a quella sintetizzata da (**). E questo vale per i modelli che cercano di prevedere il valore del Repo in periodi più lontani nel tempo, per quelli che confrontano il valore minimo del Repo con quello effettivo e per quelli che fanno riferimento all'ammontare delle operazioni di rifinanziamento poste in essere dalle banche in prossimità delle riunioni del Consiglio direttivo.

FIG. 5.2 – Differenziale tra Euribor a 1 mese e Repo, giudizio della BCE sul rischio inflazionistico e successiva variazione del Repo



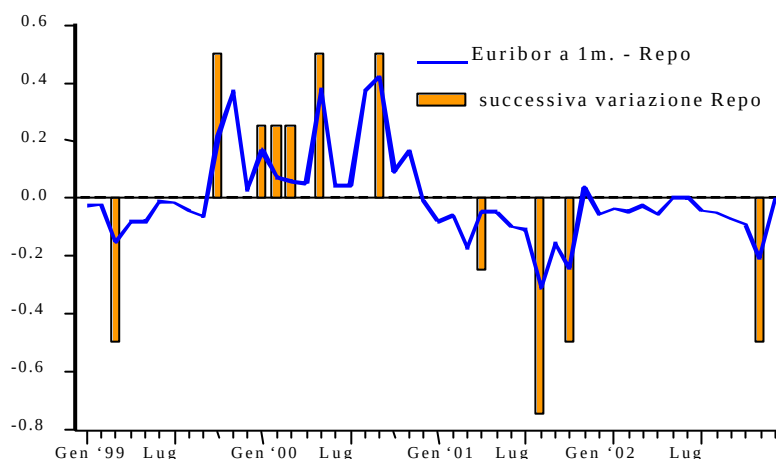
Fonte: nostre elaborazioni su dati e documenti BCE e su dati Datastream;

Nota: I dati si riferiscono al giorno della riunione del Consiglio Direttivo per quanto riguarda la variazione del Repo e al giorno precedente quanto riguarda il differenziale; (il differenziale è al netto del suo valore medio calcolato per l'intero periodo gen. 1999-gen. 2003).

Le FIGG. 5.2 e 5.3 illustrano il legame tra il differenziale Euribor-Repo e i successivi interventi della BCE. Nella FIG. 5.2 è riportato il differenziale fra l'Euribor a 1 mese e il Repo nel giorno precedente le riunioni della BCE dal gennaio 2002 al gennaio 2003, insieme alla successiva variazione del tasso ufficiale (nella figura è anche riportato il giudizio espresso dalla BCE sulla situazione economica, di cui si dirà in seguito). Si nota che il differenziale ha assunto un valore fortemente negativo (prossimo a -0,50) proprio a dicembre, in prossimità della riduzione del Repo di mezzo punto, largamente attesa quindi dal

mercato. Nella FIG. 5.3 è invece riportato il valore del differenziale ad ogni fine mese tra l'Euribor a 1 mese e il Repo per l'intero periodo gen. 1999-gen. 2003, insieme alla variazione del Repo del mese successivo. Di nuovo emerge un legame significativo tra le due serie. Ovviamente si possono ricavare anche indicazioni sulle aspettative degli operatori relative all'andamento del Repo negli n mesi successivi: in questo caso è l'Euribor ad n mesi che va confrontato col valore corrente del Repo.

FIG. 5.3 – Differenziale di fine mese tra l'Euribor a 1 mese e Repo e variazione del Repo nel mese successivo.



Fonte: nostre elaborazioni su dati BCE e Datastream.

5.2 Le previsioni in base ai documenti ufficiali della BCE

La seconda alternativa si basa sull'analisi dei documenti ufficiali della Banca Centrale, segnatamente le conferenze stampa del Presidente e i Bollettini mensili,¹ ai quali è opportuno aggiungere anche la testimonianza di Duisenberg

¹ Cfr. BCE (2002), *Bollettino mensile*, nov., p.68: "Le conferenze stampa mensili tenute dal Presidente e dal Vicepresidente e il Bollettino mensile sono due dei più importanti canali di comunicazione adottati dalla BCE. La dichiarazione introduttiva [= *Introductory Statement*] del Presidente alla conferenza stampa fornisce un'ampia sintesi della valutazione degli andamenti economici rilevanti per la politica monetaria. ... La conferenza stampa è quindi un mezzo efficace per presentare e spiegare i dibattiti all'interno del Consiglio direttivo e, pertanto, il processo decisionale della politica monetaria. ... Un ruolo centrale nella politica di comunicazione della BCE è svolto [anche] dal Bollettino mensile [in particolare la sezione *Editoriale*], che è finalizzato a fornire al pubblico e ai mercati finanziari un'analisi più dettagliata e accurata del contesto economico."

davanti al Comitato degli Affari Economici e Monetari.

Normalmente infatti, in una moderna banca centrale, le decisioni di politica monetaria sono prese in giorni prestabiliti (per la BCE nella prima riunione mensile del Consiglio direttivo) e i tassi ufficiali vengono variati – sempre per importi discreti (di solito 25 o 50 punti base) – solo se il pericolo di mancato raggiungimento degli obiettivi supera una certa soglia.

Questo comportamento viene spesso paragonato nella letteratura a quello dei moderni condizionatori, che entrano in azione soltanto se la temperatura dell'ambiente si allontana oltre una certa soglia da quella programmata; allora – ma solo allora – il motore si avvia per riportare la temperatura al livello prestabilito. Per prevedere l'avvicinarsi dell'accensione del motore è quindi sufficiente osservare i movimenti nel termometro collegato all'apparecchio: se la temperatura sta salendo verso la soglia massima (o scendendo verso la minima), è probabile che la macchina stia per riaccendersi.

Nel caso di una Banca Centrale “trasparente”, il suo “termometro” è costituito dai documenti ufficiali sullo “stato” dell'economia. Come la BCE ha sottolineato (v. *Bollettino mensile*, nov. 2002), la trasparenza richiede “un elevato grado di corrispondenza tra il processo decisionale interno e la comunicazione esterna (p. 58).” A questo proposito, “le conferenze stampa mensili tenute dal Presidente e dal Vicepresidente e il Bollettino mensile sono due dei più importanti canali di comunicazione ... (ibidem p. 62).” E in coerenza a questo, all'interno di questi due documenti si trova sempre una brevissima sintesi, costituita da poche parole chiave, che esprime l'opinione della Banca circa la presenza di rischi inflazionistici o deflazionistici. Tale giudizio è normalmente collocato verso l'inizio del documento (nel caso del *Bollettino* è all'inizio dell'*Editoriale*), subito dopo la presentazione delle decisioni di politica monetaria; in qualche caso lo si trova invece dopo il commento sulle variabili del “secondo pilastro” (spesso preceduta dall'espressione “in conclusione” o simile). Talvolta, in aggiunta alla sintesi iniziale, nella parte finale del documento appare un ulteriore commento, peraltro non sempre rilevante, in cui vengono chiariti alcuni aspetti della situazione economica. Come già osservato in precedenza, ai documenti ufficiali va comunque assimilata anche la testimonianza del Presidente davanti al Comitato degli Affari Economici e Monetari: essa ha luogo però solo ogni tre mesi ed ha

una struttura simile a quella della conferenza stampa.

Tanto per fare un esempio, nel *Bollettino* del febbraio 2003 era riportato che il livello dei tassi ufficiali fosse ancora sostanzialmente *idoneo* (“appropriate” in inglese), anche se il quadro economico di fondo rimaneva contrassegnato da incertezza e rischi deflazionistici. Subito dopo, però, nella testimonianza davanti al Comitato degli Affari Economici e Monetari del 17 febbraio, Duisenberg non aveva più fatto cenno all’idoneità dalla politica monetaria, limitandosi a sottolineare i soli rischi per l’attività economica, dichiarazione questa che nel passato aveva sempre preceduto un immediato ribasso dei tassi.

Nella conferenza stampa del successivo 6 marzo, giorno della riduzione di 0,25 punti del Repo, il Presidente, dopo aver ricordato che “le prospettive inflazionistiche sono migliorate nei mesi più recenti grazie in particolare alla bassa crescita economica e all’apprezzamento dell’euro”, concludeva affermando che “il Consiglio Direttivo resta pronto ad agire con decisione e prontezza”. Anche queste espressioni non sono nuove: nel passato avevano sempre indicato l’avvicinarsi di una riduzione, anche se non imminente, dei tassi.

Un problema cui si va incontro nel valutare questi documenti è che le loro sintesi sono (ovviamente) redatte in termini verbali, con tutte le possibili ambiguità che ne derivano. Per cercare di rendere più semplice l’interpretazione e valutarne nel contempo l’utilità, abbiamo allora raccolto tutti i giudizi apparsi nei documenti ufficiali dal gennaio 1999 in avanti. Essi sono poi stati ripartiti sia in base al significato letterale delle espressioni utilizzate (è andata consolidandosi nel tempo la prassi che la BCE riutilizzi esattamente le stesse parole,² o al più impieghi stretti sinonimi), sia in base ai mesi intercorrenti tra un certo giudizio espresso dalla Banca e il successivo intervento di politica monetaria.

Il risultato mostra una sostanziale coerenza tra significato delle espressioni dei documenti ufficiali e futuro comportamento dell’autorità monetaria. E’ stato così possibile costruire una sorta di corrispondenza tra queste espressioni e un indice di pericolo per la stabilità dei prezzi (TAB. 5.1).

² A questo proposito è fondamentale anche il parere dello stesso Duisenberg che nella conferenza stampa del 6 marzo, rispondendo a un’esplicita domanda sull’uso della parola “appropriate” (= idoneo), ha affermato che “if we use the word “appropriate” we expect it [= il livello dei tassi] to remain valid for a considerable period of time. By now the uncertainties are so great and the developments may come so fast. And we are not even certain of what direction the actual development will take. So that is the reason why we deliberately avoided the word “appropriate” because that would give a sort of consolidation idea which we simply don't have.”

TAB. 5.1 – Giudizi ufficiali della BCE sulla situazione economica e nostro indice di rischio inflazionistico (+ inflazione, - deflazione).

(in neretto le espressioni standard della BCE; periodo: gen. 1999- dic. 2002)

Espressioni chiave dei giudizi della BCE	Nostro indice
<u>Assoluta necessità di contrastare l'inflazione:</u> Imperative that upward pressure to be contained . – Essential short-term movements of inflation do not become protracted and translate into second round effects. - [We assure that] price stability in the euro area will be maintained, or: [that ECB will] take appropriate action if and when required.	+3
<u>Grave pericolo inflazionistico:</u> Risks [to price stability] are upward upside). - Downward risks have receded further. - The risks to price stability are confirmed.	
<u>Necessità di monitorare attentamente i pericoli inflazionistici:</u> Vigilant (vigilance). - Alert. - Assessed continuously. - Close monitored. - Continuous close attention.	
<u>Situazione sotto controllo ma da monitorare:</u> Both confident and vigilant (Good however vigilant)	+2
<u>Assenza di rischi deflazionistici:</u> The downside risks have disappeared	+1
<u>Situazione di Incertezza:</u> Mixed signals . - Uncertainty. - [Price perspectives are] less satisfactory but further evidence is needed	
<u>Situazione leggermente meno favorevole che nel passato:</u> Somewhat less favourable	0
<u>Situazione sostanzialmente bilanciata:</u> Rather balanced . – Upward pressure remain contained. - Not a risk increases	
<u>Situazione ancor più bilanciata, con scarsi sintomi inflazionistici:</u> More balanced . - {questa sintesi è spesso accompagnata nella precisazione finale da espressioni del tipo: At the same time vigilant with regard to (or: monitor closely) some factors. - Argue for caution [with regard to] some (or: key) factors. – [Only] some risks can be identified - Temporary factors effect prices.}	-1
<u>Politica monetaria già adeguata alle condizioni economiche:</u> Appropriate . - Current policy stance should ensure price stability. – Confident. – Consistent [with price stability]. – Favourable. - In line	
<u>Situazione economica bilanciata:</u> [risks to price stability are] balanced . – Absence (or: no indications) of significant [or: no strong] upwards or downwards pressures on prices.	-2
<u>Ulteriore riduzione dell'inflazione e pertanto maggiore enfasi alla crescita:</u> Upward risks to price stability have diminished [even if not fully disappeared]. - Improvement [in inflation risks]. - Inflationary pressures have further diminished (or: are lower). – Risks from the first and second pillars are diminished.	
<u>Forti rischi deflazionistici:</u> Monitor closely the downside risks to economic growth (or: monitor the [low] development very closely; or: the downside risks to economic growth in the euro area will be monitored closely) - Economic slowdown is cause for concern	-3
Confirmed . - Not altered. - No change from previous assessment. - Broadly unchanged	
Compatible	?

Fonte: nostre analisi dei documenti ufficiali della BCE.

In questa tabella le espressioni più tipiche della BCE sono riportate in neretto e il corrispondente livello di rischio è rappresentato da una graduatoria che va da -3 a +3. Ovviamente questa scala è del tutto arbitraria e va considerata puramente indicativa (per esempio nell'interpretare una certa dichiarazione si deve considerare anche se i tassi sono appena stati modificati e di quanto); ciò non

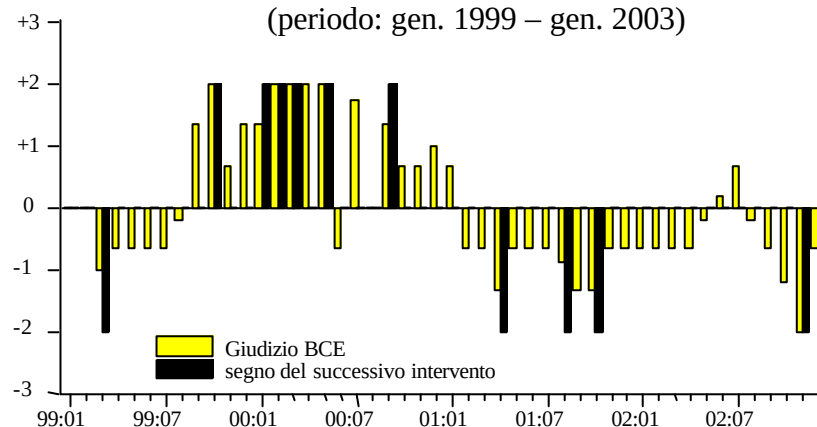
toglie che possa essere utile come ausilio per comprendere i documenti ufficiali: per esempio, ad un livello di rischio ≤ -2 o $\geq +2$ è quasi sempre seguita nel mese successivo una variazione (riduzione nel primo caso e aumento nel secondo) del tasso ufficiale. Invece, in corrispondenza di livelli compresi tra -1 e $+1$, il Repo non è stato quasi mai modificato.³ Va comunque segnalato che le espressioni utilizzate dalla BCE fanno normalmente riferimento al rischio per la stabilità dei prezzi (l'obiettivo principale indicato dall'art. 105 del trattato di Maastricht); solo in casi estremi si fa esplicito riferimento a rischi per la crescita economica. Ne deriva che una situazione inflazionistica "favorevole" delinea già un moderato clima al ribasso, coerentemente con l'articolo 2 del Trattato che chiede all'autorità monetaria di stimolare la crescita quando la stabilità dei prezzi non è in pericolo.

Grazie all'ausilio della TAB. 5.1 è stata poi costruita una graduatoria mensile di "giudizi" (costituita come detto in precedenza da valori che vanno da -3 a $+3$) per tutto il periodo dal gennaio 1999 in avanti. Nei pochi casi in cui la BCE ha utilizzato più di un'espressione, come indice del rischio inflazionistico è stata presa la media della loro graduatoria. Alle espressioni contenute negli eventuali commenti esplicativi è stato comunque assegnato un peso più basso ($1/2$) di quello dato ai giudizi sintetici. La serie mensile così calcolata è riportata nella FIG. 5.4 insieme al segno degli interventi di politica monetaria del mese successivo. Come si nota, questi interventi sono stati quasi sempre preceduti da un giudizio preoccupato sullo stato dell'economia.

Una lista semplificata dei giudizi espressi dalla BCE dal gennaio 2002 al gennaio 2003 è riportata nella FIG. 5.2 (già citata nel commento sul differenziale Euribor-Repo), dalla quale emerge anche un notevole parallelismo tra l'andamento di questa variabile qualitativa e quello del differenziale tra l'Euribor a 1 mese e il REPO, il quale a sua volta dovrebbe rappresentare le opinioni degli operatori sul futuro andamento dei tassi ufficiali.

³ Nella TAB. 5.1 l'espressione "confirmed" con i suoi sinonimi non è stata classificata perché ambigua, in quanto indica semplicemente che il giudizio è lo stesso del mese precedente. Non è stata classificata nemmeno l'aggettivo "compatible" perché, anche se grammaticalmente simile a "appropriate", è stato quasi sempre utilizzato in presenza di elevato rischio inflazionistico. Altre espressioni apparentemente ambigue (come ad es. "more balanced") sono state impiegate soltanto in condizioni di rientro da pericoli inflazionistici che ne hanno reso sostanzialmente univoco il significato.

FIG. 5.4 – Nostro indice del giudizio della BCE sul rischio inflazionistico e segno della variazione del Repo nel mese successivo
(periodo: gen. 1999 – gen. 2003)



Fonte: nostre elaborazioni su dati e documenti BCE.

5.3 Le previsioni in base alle variabili economiche sottostanti

L'impostazione finora più usata nella letteratura ipotizza che la BCE adotti modelli di riferimento analoghi a quelli della Fed o, più spesso, della Bundesbank. E' però preferibile prendere atto che la Banca Centrale Europea è un'organizzazione nuova da valutare per sé. Si è quindi innanzitutto condotto un esame approfondito dei documenti ufficiali per stabilire quali siano le principali variabili più frequentemente utilizzate per le decisioni di politica monetaria. In effetti, anche se le variabili considerate sono numerose, quelle a cui la Banca dà maggiore enfasi sono relativamente poche: è stata pertanto sottoposta a verifica empirica l'ipotesi che la nostra autorità monetaria consideri rilevanti alcuni indicatori, associando a ciascuno di essi una valenza o effetto positivo (o negativo) sulla decisione se variare il Repo:

1. Il livello corrente del Repo, con effetto negativo: più il tasso ufficiale è alto, più è improbabile un suo aumento;
2. L'inflazione misurata dalla crescita dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo, cioè l'obiettivo principale della politica monetaria, con effetto positivo;
3. La differenza tra il tasso d'inflazione e la crescita dei prezzi dei prodotti industriali al netto delle materie prime, con effetto negativo. Tale differenza,

che ha peraltro un andamento del tutto speculare al cambio, rappresenta la componente dell'inflazione "importata" dall'estero, oltre a quella dovuta alla crescita dei prezzi dei prodotti agricoli e dei servizi che, per la BCE, dovrebbe essere meno rilevante di quella dei prodotti industriali.

4. Un indice dell'andamento del settore reale, che considera la capacità produttiva utilizzata e l'indice delle aspettative del clima economico⁴, con effetto positivo. Questo indicatore, oltre a sintetizzare le condizioni del settore reale misura anche le spinte inflazionistiche che derivano dal mondo produttivo.
5. La crescita del cambio dollaro/euro, il cui impatto è però già in gran parte incorporato nel differenziale inflazionistico di cui al punto 3, con effetto negativo.

Sono state effettuate stime econometriche per spiegare e prevedere le azioni della Banca Centrale. Come variabili dipendenti sono state utilizzate, di volta in volta, la variazione del Repo (sia quella del mese successivo, sia quella totale dei tre mesi successivi), il segno della variazione del Repo (di nuovo del mese successivo e del complesso dei successivi tre mesi). E' stato infine verificato quanto la nostra serie delle graduatorie dei giudizi della BCE, di cui si è detto in precedenza, sia coerente con l'andamento delle variabili economiche: il risultato ottenuto è positivo. Ovviamente nelle previsioni sono stati utilizzati solo i valori degli indicatori *effettivamente* disponibili al momento delle potenziali previsioni (per es., come valore dell'inflazione e dell'indice del clima economico nel mese t si è preso quello riferito al mese $t-1$, in quanto questi dati vengono pubblicati con un mese di ritardo). Le stime sono state condotte sia con i minimi quadrati ordinari, sia con un metodo più appropriato per il caso di variabili dipendenti che si muovono solo in maniera discreta (analisi "discriminante" e "ordered choice").

I risultati sono assai soddisfacenti. La capacità esplicativa del modello è buona; risulta però molto più facile prevedere la *direzione* della manovra monetaria piuttosto che l'ammontare esatto della variazione del tasso. Nel caso

⁴ Al momento non è ancora stata studiata la rilevanza delle previsioni economiche degli enti di ricerca, ecc., alle quali sarà dedicata una nuova analisi. Dal punto di vista statistico si può comunque supporre che buona parte delle informazioni in esse contenute siano già incorporate negli indicatori qui elencati.

della previsione della variazione del Repo del mese successivo, il modello identifica correttamente tutti gli interventi meno tre; in quello della previsione delle variazioni complessive del Repo nei successivi tre mesi, tutti i segni delle variazioni sono individuati correttamente (TAB. 5.2). Il segno delle variabili è inoltre esattamente quello atteso a priori, col coefficiente dell'inflazione che risulta simile, in valore assoluto, a quello del valore ritardato del Repo. Il cambio non risulta invece sempre significativo anche perché la sua influenza è già implicitamente incorporata, come prima accennato, nell'andamento del differenziale di cui al punto 3.

TAB. 5.2 – Variazione del Repo: previsione in base alle informazioni economiche disponibili nel mese precedente

Segno della variazione Repo	Variazione nel mese successivo			Variazione complessiva nei tre mesi successivi		
	Effettivi	Stimati	Errore	Effettivi	Stimati	Errore
Riduzione	5	4	1	14	14	0
Invariato	36	39	-3	20	20	0
Aumento	6	4	2	13	13	0

Fonte: nostre elaborazioni su dati BCE.

Per quanto riguarda la situazione odierna, è interessante segnalare che anche il modello econometrico ritiene probabile, per i prossimi mesi, una riduzione dei tassi ufficiali.

In conclusione, si può affermare che:

- i mercati leggono con buona approssimazione le regole decisionali della BCE;
- La BCE si esprime, nei suoi rapporti con i mercati, in modo consistente nel tempo e coerente con le decisioni che andrà ad assumere;
- ex-post i comportamenti della BCE possono essere interpretati in modo ordinato dalla “econometria” delle variabili macro-economiche.

Nel merito risulta che la Banca Centrale Europea conferma il proprio interesse primario per la stabilità dei prezzi; nella valutazione della dinamica dei prezzi tiene conto delle sue determinanti; e infine tiene conto dell'andamento del settore reale che viene pesato sia come possibile fonte ulteriore di inflazione, sia come obiettivo secondario in accordo con l'art. 2 del Trattato di Maastricht.

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

Sono attualmente disponibili i seguenti :

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Gli interessati possono chiederne copia a :

Laboratorio di Analisi Monetaria

Università Cattolica del Sacro Cuore

Via L. Necchi, 5 - 20123 MILANO MI (tel. 02/7234.2466 - fax 02/7234.2702)

e-mail: laboratorio.monetario@unicatt.it

sito web: www.assbb.it