



Università Cattolica del S. Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 2/2003

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

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

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

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili a fine giugno 2003.



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

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

INDICE

SINTESI	pag. I
RIFORMARE IL PATTO?	“ 1
1 – IL QUADRO MACROECONOMICO	“ 3
1.1 La congiuntura internazionale	“ 3
1.1.1 Negli Stati Uniti si parla di deflazione e la crescita ristagna	“ 4
1.1.2 La (quasi) stagnazione in Europa	“ 7
1.1.3 Il ruolo delle politiche: tra l’attendismo della BCE e la rigidità del PSC	“ 9
1.2 Dollaro debole o euro forte: un inevitabile problema per l’UME	“ 11
1.2.1 Il deficit corrente USA in una prospettiva di medio termine	“ 11
1.2.2 Il dollaro debole come via d’uscita	“ 13
1.2.3 <i>Dollar diplomacy vs market sentiment</i>	“ 16
2 – LA FINANZA PUBBLICA	“ 18
2.1 Risultati di finanza pubblica in UE e USA nei primi anni 2000	“ 18
2.2 Le ragioni del peggioramento: ciclo e politiche discrezionali	“ 21
2.3 Le previsioni per il 2003 e il 2004	“ 24
2.4 La struttura delle entrate e delle spese pubbliche in UE ed USA	“ 25
3 – LA CONGIUNTURA MONETARIA E I TASSI D’INTERESSE	“ 36
3.1 Tassi ufficiali e aggregati monetari e creditizi	“ 36
3.2 Le innovazioni nella politica monetaria della Banca Centrale Europea	“ 39
3.3 I tassi di mercato, le aspettative e il cambio	“ 43
3.4 Le banche italiane: impieghi, raccolta e tassi di interesse	“ 52
3.5 Le previsioni dei tassi bancari	“ 58
4 – QUALCHE NOTA E UN QUESTIONARIO SU “BASILEA 2”	“ 60
4.1 “Basilea 2”: le principali novità nel trattamento del rischio di credito	“ 60
4.2 “Basilea 2”: le principali novità nel trattamento dei rischi di operativi	“ 63
4.2.1 Alcune questioni aperte	“ 68
4.2.2 Aspetti organizzativi	“ 69
4.3 Le banche italiane e “Basilea 2”: un “questionario” sul rischio di credito	“ 70
5 – STRUMENTI FINANZIARI E GESTIONE DEL RISPARMIO	“ 77
5.1 Il ricorso delle imprese al mercato dei capitali	“ 77
5.2 La gestione del risparmio	“ 80
5.3 Gli scambi di titoli quotati	“ 83
5.4 L’industria del risparmio gestito e il risparmio previdenziale	“ 87
5.5 Le operazioni di cartolarizzazione dei crediti: caratteristiche tecniche	“ 91

SINTESI

Il quadro macroeconomico – Il deterioramento del quadro congiunturale all'interno delle tre principali aree industrializzate, unitamente all'incertezza sul *timing* della ripresa, ha fatto sorgere timori che ciò possa segnare l'avvio di un cambiamento strutturale, come quello avvenuto in Giappone nel corso degli anni Novanta.

La prospettiva deflazionistica preoccupa non solo per l'impatto immediato sull'attività produttiva, ma anche perché si manifesta in una fase in cui i tassi di interesse americani sono su livelli storicamente bassi e prossimi al livello minimo. Se i tassi monetari non possono più scendere, allora la riduzione dei prezzi farebbe aumentare i tassi reali, una situazione gravida di conseguenze negative.

In Europa la modesta crescita del Pil attesa nel 2003 (+1% circa) potrebbe risultare addirittura ottimistica alla luce della forte dipendenza dall'*export* sia dell'economia tedesca (tecnicamente già in recessione) che dell'economia italiana.

Negli ultimi anni la domanda interna dell'area Euro è infatti cresciuta meno del Pil, che ha invece beneficiato di una maggiore dinamica delle esportazioni nette. Un euro forte rischia pertanto di penalizzare la competitività europea non soltanto nei confronti degli Usa ma più in generale verso tutti i paesi asiatici aventi le proprie monete ancorate al dollaro.

D'altro canto un fase di dollaro debole permetterebbe di avviare il processo di aggiustamento dello squilibrio di parte corrente degli Usa (prossimo ormai al 5,3% del Pil) divenendo al tempo stesso un sostituto quasi perfetto di manovre monetarie espansive (di difficile attuazione per l'attuale basso livello dei tassi ufficiali) per sostenere l'economia statunitense.

La finanza pubblica – Dopo il processo di riequilibrio che aveva caratterizzato gli anni Novanta, i risultati di finanza pubblica, sia in Europa che negli Usa, mostrano nel 2002 un ulteriore peggioramento, destinato ad accentuarsi nel prossimo futuro stante la modesta crescita economica attesa. Il peggioramento dipende non solo dall'impatto del ciclo economico, ma anche dagli effetti delle politiche di bilancio discrezionali poste in essere, che in alcuni casi sono state di chiaro segno espansivo.

L'Italia si trova per ora in una situazione migliore rispetto a Francia e Germania. Gli esiti per il 2004 sono legati ai contenuti della prossima Legge Finanziaria, attualmente ancora ignoti.

Il capitolo presenta anche un confronto di lungo periodo su struttura ed evoluzione di entrate e spese pubbliche in Europa e USA.



I sistemi di finanza pubblica delle due aree restano diversi oggi come lo erano quarant'anni fa ed il divario è andato accentuandosi. Negli Usa le dimensioni del settore pubblico sono inferiori alla media europea; a più bassi livelli della spesa pubblica primaria corrispondono livelli più bassi della pressione fiscale; la minore spesa pubblica appare concentrata prevalentemente nel settore della spesa sociale; rispetto all'Europa, infine, gli Usa destinano maggiori risorse alla difesa nazionale ed alla sicurezza.

La congiuntura monetaria e i tassi di interesse – Il permanere di una bassa crescita economica e la progressiva riduzione dell'inflazione hanno indotto la Banca Centrale Europea a ridurre per ben due volte i tassi negli ultimi sei mesi: 25 punti base a marzo e ulteriori 50 centesimi a giugno. Riduzioni del tutto simili a quelle adottate dalla Fed (50 punti base a novembre 2002 e 25 centesimi a fine giugno 2003). Rispetto alle prospettive ed ai rischi associati all'avvio di un'eventuale fase deflazionistica, la posizione della BCE appare meno preoccupata di quella della Fed, ma nella nuova strategia di politica monetaria comunicata dalla Banca Centrale Europea l'obiettivo della stabilità dei prezzi è divenuto quello di mantenere l'inflazione su livelli prossimi al 2% nel medio periodo, dando priorità all'analisi delle variabili economiche per individuare potenziali rischi di deflazione (l'analisi monetaria assume ora valenza di riscontro, in una prospettiva a medio-lungo termine, per le indicazioni fornite dall'analisi economica). Nel primo quadrimestre del 2003 la crescita degli impieghi delle banche italiane è andata accelerando (+6,8% ad aprile), quasi interamente imputabile dalla componente a più lunga scadenza (+11,1%); l'andamento della raccolta complessiva è rimasto positivo (+6,0% ad aprile) grazie alla sostenuta dinamica dei depositi in c/c (+9,2%) e delle obbligazioni (+7,9%); è invece andata accentuandosi la contrazione della raccolta indiretta (-6,7% ad aprile) ed in particolare della componente riferita ai prodotti gestiti (-11,8%). L'orientamento espansivo della politica monetaria e la flessione dei rendimenti di mercato hanno determinato la diminuzione di tutti i tassi bancari. Conseguentemente la forbice complessiva si è portata ad aprile al 2,97%, contro il 3,16% del dicembre 2002. Le previsioni sui tassi per la fine di quest'anno segnalano la possibilità di una ulteriore riduzione del Repo di 25 punti base ed anche di una ulteriore riduzione dei tassi bancari.

Qualche nota su “Basilea 2” e un questionario – Il capitolo analizza le principali novità contenute nel nuovo *Consultative Document 3* pubblicato dal Comitato di Basilea nell'aprile 2003, raffrontandole con la precedente versione del 2001.

Con riferimento in particolare al rischio di credito delle imprese di minore dimensione, la nuova proposta del Comitato prevede un trattamento più agevolativo sia nello *Standard Approach* (attraverso ponderazioni più ridotte per le posizioni *retail*), sia nell'*Internal Rating Based Approach* (con un

appiattimento della curva dei *corporate risk weights* per ciascuna classe di *probability default*, più accentuato nel caso di PMI).

Per quanto riguarda invece i rischi operativi, il *Consultative Document 3* perfeziona l'impostazione delle tre diverse metodologie di stima del requisito patrimoniale specifico, definendo rigorosi standard quali/quantitativi da rispettare nel caso di *Advanced Measurement Approach* (per quest'ultima più sofisticata metodologia, peraltro auspicata dal Comitato di Basilea, rimangono ancora questioni e problematiche organizzative da risolvere).

Vengono inoltre presentati i risultati di un'indagine condotta dall'ASSBB presso le banche associate per verificare verso quale metodologia esse si stanno orientando nel calcolo dell'attivo ponderato per il rischio di credito, nonché per conoscere la loro opinione in merito all'impatto che la nuova normativa di "Basilea 2" potrà avere su una serie di variabili.

Strumenti finanziari e gestione del risparmio - La perdurante incertezza dei mercati finanziari sta condizionando in misura significativa sia il ricorso delle imprese al mercato dei capitali, sia l'industria del risparmio gestito.

Benché nei primi cinque mesi del 2003 i flussi di denaro canalizzati dalla Borsa Italiana con offerte di azioni siano in aumento rispetto al corrispondente periodo del 2002 (grazie ad alcune operazioni di aumento del capitale di taglio elevato), il processo di ingresso sul mercato di nuove società si è del tutto inaridito, il numero dei *covered warrant* emessi è andato fortemente riducendosi, mentre è divenuto sempre più evidente il fenomeno del *delisting* (l'abbandono della quotazione).

Nel medesimo periodo la raccolta netta dei fondi comuni di investimento gestiti da intermediari italiani è risultata positiva per 15.931 milioni di euro (era stata negativa per 4.096 milioni nell'intero 2002). I comparti azionari e bilanciati hanno accentuato la loro tendenza negativa; un *trend* particolarmente positivo sta invece caratterizzando i fondi obbligazionari e i fondi di liquidità.

L'incidenza degli strumenti di risparmio gestito sulle attività finanziarie delle famiglie italiane si presenta stabile al 32,8% ed allineata a quella dei principali paesi industrializzati (esclusi i paesi anglosassoni). I fondi comuni continuano a rappresentare lo strumento preferito mentre risulta marginale il peso del risparmio previdenziale (un terzo circa del risparmio gestito totale), stante la quota consistente delle retribuzioni che in Italia viene obbligatoriamente destinata a questi fini.

Il capitolo contiene inoltre una riflessione sul ruolo potenziale della previdenza integrativa in relazione allo stato del regime di previdenza obbligatoria ed anche una prima valutazione del processo di cartolarizzazioni che, avviatosi nel 2000, ha toccato in modo non marginale il sistema bancario e il settore pubblico.

RIFORMARE IL PATTO?*

Ufficialmente, non se ne può neppure parlare. A Bruxelles, e a Francoforte, ti rispondono che c'è già stata una sufficiente riflessione e qualche aggiustamento (il saldo deve essere *close to balance*; l'impegno a ridurre il deficit riguarda quello *strutturale*). E comunque, non si cambiamo le “regole del gioco” proprio quando la loro disciplina diventa stringente: si perderebbe troppa reputazione. Eppure, il dibattito continua e poiché i temi discussi sono ragionevoli prima o poi qualcosa si dovrà pur fare. Stiamo parlando del “Patto di stabilità e crescita”, che fu adottato nel 1997 al vertice di Amsterdam, e che doveva rendere eterni gli impegni adottati con il Trattato di Maastricht (1991) per poter partecipare all'Unione monetaria: pareggio del bilancio pubblico e rapporto debito pubblico/PIL non superiore al 60%.

Si tratta di due impegni del tutto ragionevoli per Stati che fanno parte di una Unione per evitare gli *spillover* negativi che l'indebitamento di un Paese infligge ai partner. Ma sono ragionevoli a due condizioni: che l'indebitamento “eccessivo” che si vuol evitare sia definito nel modo corretto; e che vi sia un'ulteriore possibilità di spesa – e relativo indebitamento – per ciò che i Paesi membri dell'Unione hanno di comune interesse. Sono infatti questi i due aspetti su cui si sono concentrate le critiche al “Patto”, come stabilito dal vertice di Amsterdam del 1997. Esaminiamoli brevemente.

Escludere gli investimenti. Il tema più discusso negli ultimi anni è stato quello della distinzione tra spese correnti e spese di investimento: il pareggio di bilancio dovrebbe applicarsi solo alle spese correnti. Mentre gli investimenti – che hanno una redditività riferita ad un periodo di tempo più o meno lungo – potrebbero ben essere finanziati con debito di durata corrispondente. Questa regola – a volte anche detta *golden rule* – è già usata in alcuni Paesi, ad esempio nel Regno Unito. Ma non fu adottata a Maastricht, né ad Amsterdam, per una serie di motivi. Anzitutto, perché dovendo applicarsi a tanti paesi diversi, ciascuno con le sue regole e le sue definizioni di finanza pubblica, vi sarebbe stato un delicato problema di “certificazione” dei bilanci pubblici dei diversi Paesi (minima essendo, in altre parole, la fiducia reciproca...). Inoltre, se andiamo a guardar bene alle tante voci di spesa pubblica è chiaro che ve ne sono di

* A cura di G. Vaciago.

“correnti” (come nel caso della ricerca) che sono però utili per un periodo di tempo molto lungo; più di altre che formalmente appartengono agli investimenti pur essendo magari altrettanti sprechi.

Fare gli investimenti comuni. Il rispetto di Maastricht-Amsterdam ha finito col penalizzare gli investimenti, in presenza di “rigidità politiche” alla riduzione della spesa corrente (di più immediata utilità per l’elettorato). Ancora di più ne sono usciti penalizzati gli investimenti che non erano utili solo al Paese considerato, ma anche agli altri paesi membri. La somma di *miopia* (in ogni momento è più difficile ridurre la spesa corrente) ed *egoismo* (è più facile ridurre la spesa che non è utile solo al tuo elettorato), è quanto abbiamo sperimentato in questi anni. Ne risulta ovviamente peggiorata la qualità dell’Unione, e quindi ridotti i benefici che essa rappresenta. Se il Patto è utile per garantire la stabilità della nuova moneta comune, è però anche vero che ne riduce l’utilità.

Queste riflessioni ripropongono l’importanza di quella che già era stata la proposta Delors, di dieci anni fa: un comune impegno a realizzare un piano di opere pubbliche che servisse a più scopi, dall’integrazione più completa dei paesi membri al sostegno della domanda aggregata mentre si seguivano le prescrizioni di Maastricht. Qualcosa del genere è rappresentato dall’*Action plan* presentato dal Ministro Tremonti al recente vertice di Salonicco che segna il passaggio dal “semestre greco” al “semestre italiano”. La riflessione riguarda solo indirettamente il Patto di stabilità, che continuerebbe infatti ad applicarsi ai Paesi europei, come da quest’anno “interpretato”. Vi si aggiunge la proposta di utilizzare lo strumento rappresentato dalla BEI per il finanziamento di una serie di infrastrutture di rango europeo (vere e proprie *reti trans europee*), che sarebbero considerate “esterne” al Patto di stabilità. Essendo un passo avanti nella direzione di un bilancio europeo degli investimenti, questa proposta è certamente utile, anzi necessaria. Ma proprio perché solleva numerosi problemi istituzionali e legali, non dovremmo interpretarla come strumento di politica macroeconomica, per sostenere la ripresa congiunturale nei prossimi mesi.

Una più esauriente riflessione sui limiti del Patto di stabilità appare dunque rinviata al futuro, a quando non sarà più di immediata utilità. Per ora, accontentiamoci di un ulteriore passo avanti nell’integrazione europea, se si riuscirà ad avviare in tempi ragionevoli – diciamo entro 1 anno – la proposta di finanziare in modo innovativo una serie di infrastrutture di comune interesse.

1. IL QUADRO MACROECONOMICO*

La congiuntura internazionale sta conoscendo una nuova battuta d'arresto. Dopo il buon andamento (migliore rispetto alle aspettative) registrato nella parte centrale dello scorso anno, a partire dell'ultimo trimestre 2002 si è manifestato un rallentamento che è diventato ancora più marcato durante il primo trimestre del 2003. Alle conseguenze di alcuni nodi strutturali ancora irrisolti sia negli USA, che in Giappone e in Europa si sono aggiunti l'incertezza indotta dall'attesa del conflitto iracheno e i timori legati al diffondersi dell'epidemia SARS, che ha minacciato non solo il turismo, ma più in generale l'attività di trasporto e del commercio al dettaglio. Dal momento che il terziario contribuisce per oltre il 40% alla formazione del PIL cinese è immediato comprendere che la straordinaria performance produttiva dell'economia cinese è a rischio e con essa i flussi di commercio internazionale.

Il deterioramento del quadro congiunturale all'interno delle tre principali aree industrializzate è stato tale da indurre diversi commentatori e istituti di ricerca – tra cui lo stesso Fondo Monetario Internazionale – a parlare per la prima volta dopo molti anni di un serio rischio di deflazione.

1.1 La congiuntura internazionale

“La ripresa avverrà nel secondo semestre” è diventato il *mantra* che gli analisti congiunturali, quasi obbligati all'ottimismo, recitano da due anni a questa parte. A questo punto cautela vorrebbe che non si specificasse l'anno di appartenenza del famigerato secondo semestre. Il 2003 infatti si sta rivelando impietosamente fiacco, non meno deludente del già debole 2002. Per fortuna, un fatto stilizzato su cui c'è consenso pressoché unanime è l'asimmetria dei cicli economici: le recessioni sono molto meno durature – anche se più intense – delle espansioni. Ad esempio, negli ultimi due cicli negli Stati Uniti le espansioni (1983-1990 e 1992-2000) sono state straordinariamente lunghe, intervallate da una recessione breve (un anno circa) in corrispondenza della Guerra del Golfo.

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

Pertanto probabilisticamente anche la decelerazione attuale dovrebbe essere in fase di esaurimento (a meno che essa segni l'avvio di un cambiamento strutturale di regime, come quello che è avvenuto in Giappone nel corso degli anni Novanta). Per il momento non ci sono “indizi gravi e concordanti” di una ripresa in corso o anche solo in fase di avvio. Le analisi che vedono la ripresa dietro l'angolo sono affette da un inguaribile *wishful thinking*.

1.1.1 Negli Stati Uniti si parla di deflazione e la crescita ristagna

Il mercato azionario ha salutato con un rally la pubblicazione degli ultimi dati sul mercato del lavoro: gli operatori hanno accolto come una notizia *positiva* il fatto che la perdita di posti di lavoro avvenuta nella tarda primavera è stata inferiore al previsto. Evidentemente gli operatori di mercato e gli opinion leader che ne influenzano il clima sono alla caccia disperata di qualche argomento rassicurante: un aumento della disoccupazione inferiore al previsto quindi segnalerebbe un'inversione di tendenza. La dura realtà è che in maggio il tasso di disoccupazione è salito al 6,1%, due punti abbondanti in più rispetto al minimo (meno del 4%) raggiunto al picco dell'espansione clintoniana.

In effetti la ripresa americana continua a mostrare segni di fragilità. Nonostante la crescita del PIL nel primo trimestre 2003 – positiva per 1,9 punti percentuali (+1,4% nell'ultimo trimestre del 2002) – e la ripresa mostrata dall'indice ISM (ex NAPM) – cresciuto da 45,4 in aprile a 49,4 in maggio – l'attuale congiuntura presenta preoccupanti analogie con la *jobless recovery* dei primi anni '90, quando l'economia USA visse una mini-recessione prima di vivere la più lunga e più intensa fase di espansione registratasi nel secondo dopoguerra.

I profitti delle imprese sono in crescita: la variazione percentuale nel primo trimestre 2003 è stata dell'1% su base congiunturale, dopo un incremento del 3,2% nel quarto trimestre del 2002. Ma l'incremento dei profitti viene realizzato attuando una severa strategia di controllo dei costi e di guadagni di efficienza che passa per lo più attraverso licenziamenti e rinvio delle assunzioni. Negli ultimi tre mesi sono andati perduti oltre 500 mila posti di lavoro nel settore non agricolo; dall'inizio della recessione (marzo 2001) sono andati distrutti oltre 2 milioni di posti di lavoro. I disoccupati di lunga durata sfiorano i 2 milioni, il valore massimo degli ultimi 10 anni. Dalla fine del 2001 ad oggi il PIL è cresciuto del

2,7% mentre la produttività oraria della forza lavoro è aumentata del 4,2%; un divario che aggiunge un'ulteriore spiegazione alla contrazione dell'occupazione. La debolezza della ripresa viene confermata anche dai dati più recenti. All'inizio di giugno si è manifestata una forte crescita nelle richieste settimanali di sussidi di disoccupazione, mentre in aprile gli ordinativi alle fabbriche hanno subito una brusca contrazione (-2,9%).

A questi problemi sembra aggiungersene un altro: la debolezza della ripresa si accompagna al timore di una caduta del livello dei prezzi. La Fed ha ammesso per la prima volta dopo molti anni che al momento attuale esistono pari probabilità per un rialzo così come per un ribasso del livello generale dei prezzi nei mesi a venire. In effetti diversi indicatori lasciano aperta la possibilità di una spirale deflazionistica. Le vendite al dettaglio sono sorprendentemente calate del 0,1% su base congiunturale nel mese di aprile (anziché aumentare dello 0,4% come ci si aspettava), a seguito di un raffreddamento dei consumi. Occorre ricordare che ancora nel primo trimestre i consumi mostravano una certa vitalità, essendo cresciuti del 2%, probabilmente sostenuti dall'ottimo andamento del mercato immobiliare.

I prezzi alle importazioni sempre in aprile sono diminuiti del 2,7% su base tendenziale nonostante il forte calo della quotazione del dollaro nei confronti dell'euro (i prezzi dei beni importati dalla UE sono diminuiti dello 0,4%). Anche tenendo conto dell'effetto petrolio, il dato dell'inflazione alla produzione mostra il segno meno: i prezzi dei beni importati depurati dal contributo negativo fornito dall'andamento del prezzo del greggio sono calati dell'0,9%.

I prezzi alla produzione sono addirittura calati dell'1,9% (tasso di variazione congiunturale annualizzato) in aprile – complice la già citata forte riduzione dei prezzi dell'energia (-8,6%). Ciò che desta maggiori preoccupazione è il dato sull'inflazione alla produzione “core” – depurato quindi dall'apporto fornito dalle componenti energetiche ed alimentari – che ha conosciuto un calo dello 0,8% in aprile (rispetto al mese precedente) e dello 0,2% rispetto ad un anno prima.

Di per sé – come sottolineato con forza da un economista di fama quale Paul Krugman – la deflazione potrebbe non essere un fenomeno preoccupante. In linea di principio infatti, essa potrebbe verificarsi anche a seguito di uno *shock* positivo dal lato dell'offerta. In questo caso la caduta dei prezzi si

accompagnerebbe ad una crescita dell'*output*, producendo uno scenario favorevole per il livello di attività e per l'occupazione. Ma se la deflazione è dovuta ad uno shock negativo dal lato della domanda – come la caduta dei consumi dovuta allo scoppio della bolla speculativa in Giappone e, *mutatis mutandis*, negli USA – si manifesta una diminuzione non solo dei prezzi ma anche della produzione, con implicazioni di segno opposto sui livelli di attività e sull'occupazione.

Tuttavia, gli effetti negativi della deflazione non si esauriscono con l'impatto immediato sulla produzione. Il problema maggiore nasce dal fatto che la prospettiva di deflazione si manifesta in una fase in cui i tassi di interesse sono su livelli storicamente bassi e prossimi al livello minimo. La Fed ha infatti lasciato intendere che non intende portare i tassi ufficiali al di sotto dello 0,75%. Dal momento che attualmente i tassi sui *Fed Funds* sono pari all'1%, rimane solo un limitato margine di manovra per ulteriori operazioni espansive di politica monetaria. Tecnicamente l'economia americana si trova dunque prossima ad una condizione di trappola della liquidità, da cui la spirale deflazionistica potrebbe trarre alimento.

Una volta raggiunto il pavimento al di sotto del quale la Fed non è disposta ad andare, l'invarianza dei tassi nominali di interesse, unitamente alla presenza di aspettative di deflazione, determinerebbe una condizione tale per cui i tassi reali di interesse sarebbero positivi e in crescita. L'incremento dei tassi reali – che si manifesterebbe per la prima volta dopo un lungo periodo di tassi reali in diminuzione e addirittura negativi – provocherebbe una caduta dei livelli di attività economica. Man mano che l'*output gap* negativo si amplia, l'inflazione corrente e quella attesa cadono ulteriormente, determinando un ulteriore rialzo dei tassi reali con conseguente spirale deflazionistica. *Last but not least*, la spirale deflazionistica potrebbe trarre maggior forza dall'esistenza di un elevato debito all'interno del settore privato. La deflazione da debito va infatti a colpire la capacità di spesa di quei soggetti gravati da una pesante situazione debitoria, che tendono ad avere una propensione a spendere superiore. Di conseguenza la *debt-deflation* ridistribuendo reddito dai debitori ai creditori sottrae ulteriore domanda aggregata rafforzando il circolo vizioso in cui il sistema si trova.

Assistiamo quindi a un interessante *decoupling* tra la dinamica dei prezzi sul mercato azionario che è in fase decisamente ascendente e quella dei prezzi dei

beni e dell'attività economica reale che è piuttosto fiacca. Come sempre, ci sono due scuole di pensiero su questo fenomeno. La prima, che potremmo definire ottimista, lo interpreta come una manifestazione del ruolo anticipatore del mercato azionario: la borsa "vede" in anticipo le tendenze future dell'economia e sconta quindi un'accelerazione della crescita. La seconda, che esprime il punto di vista dei pessimisti, sospetta che dietro la crescita del mercato azionario ci siano i movimenti di alcuni *big player e opinion leader* che hanno un bisogno disperato di riavviare il boom per sopravvivere dopo quasi tre anni di contrazione. Da questo punto di vista, la ripresa in corso sarebbe in un certo senso "drogata" e non anticiperebbe l'andamento futuro dei fondamentali.

Quale che sia l'interpretazione corretta, dall'attuale ripresa del mercato azionario non possono che venire impulsi favorevoli, almeno nel breve periodo, per la dinamica congiunturale. Se l'effetto ricchezza che ha così vistosamente segnato l'espansione nell'era di Clinton continuasse a valere anche sotto Bush, l'attuale rally dovrebbe avere un effetto favorevole sui consumi delle famiglie.

A questo effetto si sommerebbe l'eventuale impatto positivo sui consumi del pacchetto fiscale di Bush, approvato dal congresso a maggio (350 miliardi di dollari in 10 anni). In prospettiva, inoltre, un po' di domanda estera netta in più potrebbe materializzarsi grazie al dollaro debole, favorito dall'impostazione ancora sostanzialmente espansiva della politica monetaria di Greenspan.

1.1.2 La (quasi) stagnazione in Europa

A questo proposito, occorre rimarcare come la recente (5 giugno) decisione della BCE di abbassare il tasso di interesse di riferimento non abbia sortito gli effetti di attenuazione di apprezzamento dell'euro da alcuni sperati. Circola anche una interpretazione di questo mancato effetto francamente implausibile. Quando l'euro si indeboliva nonostante gli incrementi dei tassi europei e l'allargamento del differenziale con gli USA, si diffuse l'opinione che la forza relativa della espansione USA rispetto a quella europea spingeva il dollaro all'apprezzamento indipendentemente dalla dinamica del differenziale dei tassi. Ora qualcuno sostiene che l'euro continua a rafforzarsi nonostante la diminuzione dei tassi di interesse e il richiudersi del gap proprio perché, simmetricamente, la capacità di crescita europea è giudicata dai mercati superiore a quella americana.

Queste idee genereranno forse una nuova increspatura positiva negli indici di borsa europei ma lasciano alquanto perplessi. Secondo le stime dell'Ufficio Statistico dell'Unione Europea, infatti, il PIL dell'area è rimasto invariato nel primo trimestre dell'anno rispetto a trimestre precedente. Su tale risultato ha indubbiamente gravato l'incertezza generata dal conflitto iracheno, che ha impattato negativamente sia sulla spesa corrente che sui flussi di ordinativi. In particolare il tasso di variazione congiunturale del PIL è risultato negativo in Germania (-0,2%, anziché la prevista crescita dello 0,2%) e in Italia (-0,1%, anziché la prevista crescita dello 0,1%) per via della caduta della produzione industriale. Dei tre grandi dell'UME solo la Francia ha registrato una crescita del PIL (+0,3%), comunque inferiore a quella realizzata dalla Spagna (+0,5%). Le stime preliminari per il secondo e terzo trimestre mostrano una crescita UME compresa tra lo 0 e lo 0,4%, e un tasso medio annuo di crescita pari all'1,0%, che verrebbe raggiunto grazie a un'accelerazione nella seconda parte dell'anno.

Si aggiunga che diversi economisti ritengono che anche questa previsione sia eccessivamente ottimistica, soprattutto considerando le ultime indicazioni provenienti dalle indagini riguardanti il grado di fiducia e considerando la notevole dipendenza dall'*export* del PIL tedesco e di quello italiano. Lo stesso dato riguardante le esportazioni complessive dell'area UME confermerebbe che è in atto un rallentamento; in termini tendenziali le esportazioni sono infatti cresciute a dicembre del 2,5%, a gennaio dell'1,2% e a febbraio dello 0,3%. Particolarmente danneggiata sarebbe l'economia italiana che – più di quella tedesca – è caratterizzata da un modello di specializzazione incentrato sulla produzione ed esportazione di beni che – appartenendo ad un segmento di mercato non particolarmente elevato – risultano assai sensibili alla competitività di prezzo e quindi all'andamento del tasso di cambio.

Tuttavia i rischi maggiori per l'area dell'euro proverrebbero dall'economia tedesca, che dopo due variazioni congiunturali negative registrate nell'ultimo trimestre dello scorso anno e nel primo di quest'anno si trova tecnicamente in recessione. Secondo diversi istituti di ricerca, tra cui anche il FMI, un cambio dollaro/euro stabilmente pari a 1,20 produrrebbe seri rischi di deflazione che diventerebbe un evento certo qualora il tasso di cambio raggiungesse quota 1,40. Il rallentamento dell'*export* non solo tedesco ma più in generale europeo costituisce un problema serio – pur ricordando che l'area UME rimane una

regione relativamente chiusa nei confronti del resto del mondo – una volta considerato che il ciclo dell'UME negli ultimi tempi è stato trainato proprio dalla domanda estera. Negli ultimi tre anni la domanda interna è infatti cresciuta meno del PIL, che a sua volta ha beneficiato della maggior crescita delle esportazioni nette (TAB. 1.1).

**TAB. 1.1 – Tassi di crescita medi annui del PIL
e delle sue componenti principali nell'UME**

Anno	PIL	Domanda interna	Export	Domanda estera netta
2000	3,5	2,9	12,6	0,6
2001	1,4	0,9	2,8	0,5
2002	0,8	0,2	1,2	0,6

Fonte: BCE, *Rapporto Annuale*, 2002.

Peraltro sul minor apporto alla crescita fornito dalle esportazioni nette pesa non solo la minor competitività registrata nei confronti degli Usa ma anche quella sofferta nei confronti delle produzioni dei paesi asiatici aventi le proprie monete ancorate al dollaro.

1.1.3 Il ruolo delle politiche: tra l'attendismo della BCE e la rigidità del PSC

Da più parti negli ultimi mesi si erano levate voci a sostegno di un ribasso dei tassi da parte della BCE. Lo stesso FMI aveva più volte sottolineato come – nonostante la presenza di alcuni segnali di ripresa che dovrebbe iniziare nella seconda metà del 2003 per concretizzarsi nel 2004 – il tasso di inflazione fosse tale da consentire una riduzione dei tassi. In maggio l'indice dei prezzi al consumo è cresciuto dell'1,9% (+2,1% in aprile), su cui ha influito anche l'effetto di disinflazione importata, provocato proprio dal rafforzamento del cambio.

In effetti il taglio – dopo una lunga, nonché criticata attesa – c'è stato: mezzo punto in meno sul tasso per le operazioni principali di rifinanziamento (passato dal 2,5 al 2,0%) che ha prodotto in prima battuta – come si è detto – un ulteriore irrobustimento (2,0% circa) dell'euro nei confronti del dollaro, che ha così raggiunto quota 1,19 anche grazie ad una serie di dati negativi sull'economia USA. Il taglio dei tassi deciso dalla BCE è stato più consistente del solito e del

previsto (50 punti base invece dei 25 a cui ci eravamo abituati) e Duisenberg si è premurato di affermare che esistono spazi per ulteriori riduzioni nonostante il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale abbia raggiunto il livello più basso del dopoguerra. Si segnala quindi una decisa sterzata espansiva della politica monetaria. Ciò non sorprende visto che il tasso di inflazione in Eurolandia è sceso a maggio al di sotto del limite superiore della banda obiettivo (0-2%).

Secondo alcuni analisti, pertanto, la discesa dei tassi europei non si fermerebbe qui, ma andrebbe ancora avanti per raggiungere entro la fine dell'anno il livello dell'1,5%. A sostegno di questo scenario vi sarebbe l'impellente necessità di scongiurare il rischio deflazione in Germania, che registrando una *core inflation* pari allo 0,8% è di fatto una delle poche aree all'interno dell'UME in cui i tassi reali di interesse sono ancora positivi. Sul versante opposto vi sono invece coloro i quali ritengono che i tassi non caleranno sotto il livello dell'1,75%, che costituirebbe il pavimento ai tassi ufficiali europei. Nel qual caso anche la politica monetaria europea non avrebbe più molti margini di manovra in modo analogo a quanto già commentato con riferimento agli USA. Al contrario degli Stati Uniti, è però da annotare l'opposto effetto esercitato dall'andamento del tasso di cambio sulle condizioni monetarie e finanziarie dell'area e la rigidità che caratterizza l'utilizzo dello strumento fiscale, vincolato al rispetto del PSC (Patto di Stabilità e Crescita). In assenza di tali rigidità sarebbe eventualmente possibile tornare ad utilizzare la leva fiscale in modo anti-ciclico. Al momento attuale sembra però assai difficile raggiungere una condizione di questo tipo, pur riconoscendo che le proposte di riforma del PSC sin qui formulate cercano di coniugare esigenze congiunturali con la risoluzione di nodi strutturali ottemperando al tempo stesso all'esigenza di lungo termine di non produrre situazioni squilibrate nel campo della finanza pubblica¹.

¹ Sicuramente in questa direzione va la proposta di Eichengreen di consentire squilibri nei deficit pubblici in eccesso alla soglia del 3% solo a quei paesi che hanno già riformato il sistema pensionistico, il mercato del lavoro e le proprie istituzioni fiscali. In analoga direzione si muove la proposta di Blanchard e Giavazzi di scorporare dal computo del deficit complessivo le spese per investimenti pubblici, seguendo le indicazioni della *golden rule* della finanza pubblica.

1.2 Dollaro debole o euro forte: un inevitabile problema per l'UME

L'euro ha recentemente raggiunto e oltrepassato – a 4 anni di distanza dal suo lancio – le quotazioni che ne avevano accompagnato il debutto sui mercati valutari, toccando il livello di 1,19 rispetto al dollaro. La moneta europea ha guadagnato quasi 20% nei confronti del dollaro, rispetto ad un anno orsono, e oltre il 40% rispetto alla quotazione minima toccata nel mese di ottobre 2000. Tuttavia la sua ritrovata forza non è foriera di ottimismo e fiducia in una vigorosa ripresa ma semmai risulta essere fonte di preoccupazioni e di ulteriori debolezze per la già malata economia europea. Per certi versi – in modo decisamente paradossale – l'euro forte costituisce un inevitabile problema per l'UME. E' inevitabile perché la situazione dei conti con l'estero dell'economia USA richiedeva da tempo un ridimensionamento del cambio dollaro/euro. E' un problema perché la situazione congiunturale europea avrebbe bisogno di tutto fuorché di un rafforzamento del tasso di cambio.

1.2.1 Il deficit corrente USA in una prospettiva di medio termine

Il disavanzo corrente USA è in procinto di toccare il suo massimo relativo alla fine di quest'anno, raggiungendo – secondo le ultime stime del FMI – la cifra record di oltre 570 miliardi di dollari, pari al 5,3% del PIL. La diminuzione del deficit corrente dovrebbe aver luogo a partire dall'anno prossimo - quando il disavanzo in quota di PIL dovrebbe attestarsi attorno al 5% - interrompendo in tal modo un processo di indebitamento crescente che proseguiva ininterrotto da circa dieci anni e che ha portato il valore complessivo delle passività finanziarie verso l'estero degli USA a superare gli 8.000 miliardi di dollari e quello del debito estero netto vicino ai 3.000 miliardi di dollari (pari al 25% circa del PIL USA). Va peraltro sottolineato che un rapporto debito estero/PIL pari al 25% non risulta elevatissimo se comparato alle esperienze di molti altri paesi debitori. Risulta invece decisamente elevato rispetto al valore medio storico registrato dalla posizione netta sull'estero degli USA. A tale proposito basterà ricordare che tale rapporto ha raggiunto il suo valore massimo (pari al 26% del PIL) alla fine del XIX secolo, quando gli USA erano ancora una “enorme economia emergente”.

Un'inversione di tendenza nell'andamento dei conti con l'estero degli USA era quindi da tempo nella logica delle cose. Il debito e il deficit estero degli USA – ancorché non elevatissimi in quota di PIL – avevano ed hanno infatti raggiunto negli ultimi anni tali valori assoluti da rendere sempre più difficoltoso il finanziamento attuato dal resto del mondo².

Storicamente, quasi tutte le precedenti fasi di aggiustamento del deficit corrente USA sono state caratterizzate da una riduzione del tasso di crescita USA e da un deprezzamento del tasso di cambio del dollaro. *Prima facie* l'attuale scenario sembrerebbe non molto diverso da quello prevalente alla fine del 1985. Il sistema economico americano si trovava – al termine della lunga fase di *dollaro forte* – con un disavanzo corrente nei confronti del resto del mondo (2,8% del PIL), con un deficit pubblico abbastanza elevato (5,5% del PIL nel 1986) – anche se in diminuzione nel corso degli anni successivi – e con un tasso di inflazione fortemente diminuito – rispetto agli inizi degli anni '80 – a seguito della cosiddetta *Volcker deflation*. Tuttavia nonostante questi primi elementi di similarità vi sono importanti differenze tra l'attuale processo di aggiustamento e quello realizzatosi sul finire degli anni '80.

In primo luogo, tra il 1985 e il 1991 il deficit corrente USA venne azzerato senza dover drasticamente ridurre il processo di crescita. Anzi, sino agli inizi della mini-recessione del 1990-91 la performance del PIL americano fu decisamente positiva, con un tasso di crescita mai inferiore al 3,4% e con un *output gap* in costante diminuzione. Inoltre, il ciclo europeo – almeno quello riguardante i tre maggiori paesi dell'Europa Continentale – fu caratterizzato da un buon andamento. In Italia il tasso di crescita variò tra un minimo del 2,5% nel 1986 e un valore massimo del 3,9% nel 1988; mentre in Francia e in Germania gli analoghi valori minimi e massimi furono rispettivamente uguali a 1,5 e 4,2% (Francia) e a 1,5 e 3,7% (Germania). Inutile menzionare il ciclo giapponese che in quegli anni godeva delle conseguenze (ancora positive nella seconda metà degli

² A tale proposito è doveroso ricordare che il processo di finanziamento di un deficit così ampio in termini assoluti trova un ostacolo non piccolo nella presenza – diffusa a livello internazionale – di un notevole *home-bias* nella allocazione dei portafogli internazionali. Con questo termine si identifica la distorsione nell'allocazione della ricchezza azionaria a vantaggio delle azioni domestiche rispetto a quelle estere. Ad esempio quasi il 90% della ricchezza azionaria USA è detenuta sotto forma di azioni USA. Un'incidenza analoga viene registrata all'interno delle altre principali economie industrializzate.

anni '80) della grande bolla speculativa, arrivando a registrare una crescita del 6,5 e del 5,3% negli ultimi due anni del decennio.

In questa occasione invece l'aggiustamento sembra accompagnarsi ad una riduzione della crescita USA che si manifesta in assenza di una contemporanea espansione registrata in Europa e/o in Giappone. La debolezza del ciclo europeo e giapponese fa sì che – molto più che in passato – il processo di aggiustamento del deficit corrente americano debba quindi essere incentrato sul deprezzamento del tasso di cambio. In assenza di crescita all'estero che funga da traino per le esportazioni USA (basterà a tale proposito ricordare che le stime del saldo corrente UME e di quello giapponese sono rispettivamente pari all'1,1 e 2,7% del PIL nel 2003 e all'1,1 e 3,0% del PIL nel 2004) una data riduzione del deficit corrente americano può infatti essere realizzata solo mediante la variazione delle convenienza relativa delle merci *made in USA*. Alcune stime relativamente recenti hanno mostrato che per annullare il disavanzo corrente il deprezzamento del dollaro dovrebbe essere superiore al 45%; altre hanno addirittura provato che solo per dimezzare il deficit corrente il dollaro dovrebbe deprezzarsi del 40% rispetto ai valori massimi raggiunti nei confronti dell'euro.

In secondo luogo, il processo inflazionistico segue un andamento decisamente diverso. All'inizio della seconda metà degli anni '80 l'inflazione riprese a crescere – sebbene in modo lieve come negli USA – oppure rimase stabilmente ancorata su valori modesti (Germania) o poco più elevati (Italia). Al contrario, al giorno d'oggi il processo inflazionistico è orientato lungo un trend decisamente discendente, al punto che lo stesso FMI ha svolto uno studio speciale dedicato alla valutazione dei rischi di un processo deflazionistico su scala internazionale.

1.2.2 Il dollaro debole come via d'uscita

Un dollaro debole costituisce la via d'uscita – entro certi limiti – dai due problemi macroeconomici che affliggono l'economia statunitense: la debolezza dell'attività produttiva con l'associato rischio di deflazione e il deficit persistente di parte corrente. Il dollaro debole, da un lato, consente l'avvio della fase di aggiustamento dello squilibrio corrente USA. Dall'altro il deprezzamento permette di allentare le condizioni monetarie analogamente a quanto ottenibile

mediante una riduzione dei tassi di interesse. Considerando che i tassi di interesse sono prossimi al loro livello minimo, un dollaro debole costituisce il canale attraverso il quale diventa possibile stimolare la domanda aggregata – riducendo il rischio deflazionistico – in assenza di ulteriori diminuzioni dei tassi di *policy*.

Per qualificare meglio il ragionamento è conveniente ricorrere ai cosiddetti indici di condizioni finanziarie (*ICF*), la cui variazione misurata rispetto ad un anno base descrive l'andamento delle condizioni monetarie e finanziarie di un sistema economico. Secondo la versione più aggiornata³ un *ICF* viene definito come

$$ICF_t = \alpha_1 (Sr_t - Sr_0) + \alpha_2 (Lr_t - Lr_0) + \beta \left(\frac{REER_t - REER_0}{REER_0} \right) - \gamma \left(\frac{E_t - E_0}{E_0} \right)$$

dove i pesi α_1 , α_2 , β e γ riflettono gli effetti sulla domanda aggregata delle variazioni (rispetto all'anno base 0) registrate da:

- tasso di interesse reale a breve Sr_t e a lungo termine Lr_t ;
- tasso di cambio reale effettivo $REER_t$, costruito in modo tale che un suo incremento esprima un apprezzamento reale e quindi, entro certi limiti, una perdita di competitività che sottrae domanda al sistema attraverso il canale estero;
- capitalizzazione del mercato di borsa rispetto al PIL, E_t .

Un incremento dell'indice esprime una restrizione delle condizioni finanziarie con ricadute negative per l'andamento della domanda. Viceversa nel caso in cui l'indice conosca una diminuzione.

Stime recentemente prodotte con riferimento all'economia USA e a quella dell'area dell'euro attribuiscono i seguenti valori ai pesi α_1 , α_2 , β e γ (TAB. 1.2).

TAB. 1.2 – Parametri dell'ICF

Area	α_1	α_2	β	γ
	Tassi a breve	Tassi a lunga	Cambio reale effettivo	Mercato azionario
USA	35	55	5	5
Euro	33,5	54	10	2,5

³ In queste pagine seguiremo la formulazione proposta da Goldman Sachs (2002).

I parametri riportati nella tabella servono a quantificare gli effetti sull' *ICF* – in termini di variazioni rispetto all'anno di riferimento espresse in punti base – delle variazioni dei tassi a breve, a lunga, dell'indice di cambio effettivo e dell'indice del mercato azionario.

A questo punto diventa possibile dimostrare in modo più rigoroso il senso di quanto affermato in precedenza. Un deprezzamento del cambio reale effettivo del dollaro del 18% comporta un allentamento delle condizioni monetarie USA pari a 90 *bps*. In termini di condizioni finanziarie, lo stesso risultato sarebbe ottenibile mediante una riduzione dei tassi a breve e a lunga di 100 punti base, che risulta però *de facto* impossibile attuare, data la riluttanza della Fed a diminuire i tassi al di sotto dello 0,75%. Di conseguenza il dollaro debole diventa un sostituto quasi perfetto di una manovra di forte riduzione dei tassi che – in prossimità di una condizione di trappola della liquidità – è impossibile attuare.

Occorre chiedersi se un deprezzamento del 18% del cambio reale effettivo del dollaro costituisca un'ipotesi veritiera. In effetti un forte deprezzamento effettivo del dollaro si è venuto a produrre solo negli ultimi 6 mesi. Quando nella primavera del 2002 il dollaro ha iniziato a deprezzarsi, il suo indebolimento non è stato molto cospicuo e si è concentrato per lo più nei confronti dell'euro. E' solo a partire dallo scorso mese di dicembre che il dollaro ha subito una decisa accelerazione nella fase di deprezzamento che si è estesa dal cambio rispetto all'euro (oltre il 20% negli ultimi 12 mesi) a quello verso altre valute tra cui lo Yen – anche se con minor intensità – e il dollaro canadese nei cui confronti il deprezzamento è stato invece ben maggiore. Nel complesso il tasso di cambio reale effettivo della moneta americana si è deprezzato di quasi 15 punti percentuali nel giro di un anno. Di conseguenza, valutando quanto accaduto negli ultimi 12 mesi è fuor di dubbio che l'indebolimento del tasso di cambio abbia contribuito ad allentare le condizioni monetarie e finanziarie all'interno degli USA. In termini prospettici è lecito domandarsi se la fase di deprezzamento proseguirà (ed eventualmente con quale intensità) al fine di valutare l'ulteriore contributo fornito dal dollaro debole alla soluzione dei problemi prima analizzati. Nell'opinione di molti analisti l'attuale tasso di cambio dollaro/euro è assai vicino alla quotazione di equilibrio (tra 1,15 e 1,20 dollari per euro). Tuttavia non è da escludere la possibilità che una nuova fase di debolezza possa tornare a

manifestarsi nei prossimi mesi; anche se un fenomeno di questo genere non può che essere giudicato negativamente dai governi europei.

1.2.3 *Dollar diplomacy vs market sentiment*

Alla luce di queste considerazioni diventa quindi comprensibile l'atteggiamento del Segretario al Tesoro USA John Snow che ha recentemente dichiarato che l'Amministrazione USA non si oppone ad un dollaro debole⁴. Al tempo stesso risulta comprensibile l'immediata reazione dei ministri finanziari europei, che si sono mostrati preoccupati dagli effetti del rafforzamento dell'euro sulle esportazioni nette oltre che sui bilanci societari europei, ricchi di *assets* denominati in dollari. Da tali posizioni contrapposte le parti in causa sono rapidamente scivolate verso i prodromi di una sorta di "mini-guerra valutaria" – per usare le parole del Presidente Prodi – scongiurata (almeno al momento) dalla rassicurazione fornita da Bush al termine del G-8 di Evian. Sottolineando l'immutato interesse per una politica di dollaro forte, Bush ha infatti non solo cercato di inviare un segnale al mercato – con l'eventuale intento di convincere gli operatori che esisterebbe un pavimento al di sotto del quale l'Amministrazione USA non intende far scendere il tasso di cambio – ma ha soprattutto avviato, dopo lungo tempo, un'operazione di *dollar diplomacy* per limitare ricadute di carattere politico internazionale derivanti dall'attuale andamento dei mercati valutari.

Va da sé che l'effettivo interesse per il dollaro forte potrà essere testato solo qualora l'attuale fase di debolezza diventi persistente e venga caratterizzata da crescente intensità. Qualora il Tesoro USA fosse veramente interessato a mantenere un dollaro forte ciò significherebbe che il Tesoro sarà disposto ad interrompere la politica di *benign neglect* nei confronti del tasso di cambio – che ha contraddistinto negli ultimi 50 anni la gestione della politica valutaria Usa – attuando interventi sui mercati volti a rafforzare il tasso di cambio. Tuttavia pare lecito esprimere un qualche dubbio sulla reale consistenza di una politica di dollaro forte perseguita negli ultimi anni dal Tesoro USA. Come lucidamente osservava un *insider* della Amministrazione Bush⁵, molte verifiche empiriche hanno dimostrato che la forza del dollaro degli ultimi anni sia da ascrivere ad una

⁴ Per completezza va ricordato che il precedente Segretario al Tesoro O'Neill aveva definito il deficit corrente Usa un concetto privo di significato!

⁵ Clarida R., Stable and Confident, *Wall Street Journal*, 28 Maggio 2003.

politica monetaria volta a mantenere un'inflazione bassa e stabile (che non aveva come obiettivo finale alcun valore del tasso di cambio) e alla rapida crescita dell'economia USA, ma non a deliberate politiche di dollaro forte perseguite da un'Amministrazione che negli ultimi anni è intervenuta sui mercati valutari solo due volte – nel Giugno 1998 e nel Settembre 2000 – per indebolire (e non per rafforzare!) la propria moneta. Tuttavia non è da escludere che il mercato possa annullare gli effetti di eventuali interventi coordinati svolti dalle tre principali Banche Centrali realizzando una serie di operazioni volte a chiudere posizioni sul mercato finanziario USA e ad aprirne – nonostante l'attuale fase congiunturale – sul mercato europeo. Diversi gestori hanno già mostrato l'interesse per una strategia fatta di maggiori investimenti sui mercati europei, sia per diversificare i loro *portfolios* che per trarre vantaggio dall'eventuale proseguimento della fase di debolezza della moneta americana – che non viene più considerato un *safe haven*. In effetti stando ai dati rilasciati dal Tesoro Americano a partire dalla seconda metà dell'anno scorso gli investitori americani sono diventati acquirenti netti di azioni europee, dopo che per anni erano risultati venditori netti delle stesse. Inoltre nei primi 5 mesi dell'anno oltre il 60% del denaro fresco investito in fondi comuni ha riguardato fondi comuni azionari internazionali – a riprova del nuovo interesse per mercati diversi da quello USA. Qualora questo atteggiamento trovasse una rapida diffusione presso il mercato il *sentiment* privilegierebbe ancora di più di quanto sinora fatto l'investimento in Europa, determinando una classica situazione di *momentum trading* che porterebbe l'euro su livelli ancora più elevati di quelli attuali.

1. IL QUADRO MACROECONOMICO*

La congiuntura internazionale sta conoscendo una nuova battuta d'arresto. Dopo il buon andamento (migliore rispetto alle aspettative) registrato nella parte centrale dello scorso anno, a partire dell'ultimo trimestre 2002 si è manifestato un rallentamento che è diventato ancora più marcato durante il primo trimestre del 2003. Alle conseguenze di alcuni nodi strutturali ancora irrisolti sia negli USA, che in Giappone e in Europa si sono aggiunti l'incertezza indotta dall'attesa del conflitto iracheno e i timori legati al diffondersi dell'epidemia SARS, che ha minacciato non solo il turismo, ma più in generale l'attività di trasporto e del commercio al dettaglio. Dal momento che il terziario contribuisce per oltre il 40% alla formazione del PIL cinese è immediato comprendere che la straordinaria performance produttiva dell'economia cinese è a rischio e con essa i flussi di commercio internazionale.

Il deterioramento del quadro congiunturale all'interno delle tre principali aree industrializzate è stato tale da indurre diversi commentatori e istituti di ricerca – tra cui lo stesso Fondo Monetario Internazionale – a parlare per la prima volta dopo molti anni di un serio rischio di deflazione.

1.1 La congiuntura internazionale

“La ripresa avverrà nel secondo semestre” è diventato il *mantra* che gli analisti congiunturali, quasi obbligati all'ottimismo, recitano da due anni a questa parte. A questo punto cautela vorrebbe che non si specificasse l'anno di appartenenza del famigerato secondo semestre. Il 2003 infatti si sta rivelando impietosamente fiacco, non meno deludente del già debole 2002. Per fortuna, un fatto stilizzato su cui c'è consenso pressoché unanime è l'asimmetria dei cicli economici: le recessioni sono molto meno durature – anche se più intense – delle espansioni. Ad esempio, negli ultimi due cicli negli Stati Uniti le espansioni (1983-1990 e 1992-2000) sono state straordinariamente lunghe, intervallate da una recessione breve (un anno circa) in corrispondenza della Guerra del Golfo.

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

Pertanto probabilisticamente anche la decelerazione attuale dovrebbe essere in fase di esaurimento (a meno che essa segni l'avvio di un cambiamento strutturale di regime, come quello che è avvenuto in Giappone nel corso degli anni Novanta). Per il momento non ci sono “indizi gravi e concordanti” di una ripresa in corso o anche solo in fase di avvio. Le analisi che vedono la ripresa dietro l'angolo sono affette da un inguaribile *wishful thinking*.

1.1.1 Negli Stati Uniti si parla di deflazione e la crescita ristagna

Il mercato azionario ha salutato con un rally la pubblicazione degli ultimi dati sul mercato del lavoro: gli operatori hanno accolto come una notizia *positiva* il fatto che la perdita di posti di lavoro avvenuta nella tarda primavera è stata inferiore al previsto. Evidentemente gli operatori di mercato e gli opinion leader che ne influenzano il clima sono alla caccia disperata di qualche argomento rassicurante: un aumento della disoccupazione inferiore al previsto quindi segnalerebbe un'inversione di tendenza. La dura realtà è che in maggio il tasso di disoccupazione è salito al 6,1%, due punti abbondanti in più rispetto al minimo (meno del 4%) raggiunto al picco dell'espansione clintoniana.

In effetti la ripresa americana continua a mostrare segni di fragilità. Nonostante la crescita del PIL nel primo trimestre 2003 – positiva per 1,9 punti percentuali (+1,4% nell'ultimo trimestre del 2002) – e la ripresa mostrata dall'indice ISM (ex NAPM) – cresciuto da 45,4 in aprile a 49,4 in maggio – l'attuale congiuntura presenta preoccupanti analogie con la *jobless recovery* dei primi anni '90, quando l'economia USA visse una mini-recessione prima di vivere la più lunga e più intensa fase di espansione registratasi nel secondo dopoguerra.

I profitti delle imprese sono in crescita: la variazione percentuale nel primo trimestre 2003 è stata dell'1% su base congiunturale, dopo un incremento del 3,2% nel quarto trimestre del 2002. Ma l'incremento dei profitti viene realizzato attuando una severa strategia di controllo dei costi e di guadagni di efficienza che passa per lo più attraverso licenziamenti e rinvio delle assunzioni. Negli ultimi tre mesi sono andati perduti oltre 500 mila posti di lavoro nel settore non agricolo; dall'inizio della recessione (marzo 2001) sono andati distrutti oltre 2 milioni di posti di lavoro. I disoccupati di lunga durata sfiorano i 2 milioni, il valore massimo degli ultimi 10 anni. Dalla fine del 2001 ad oggi il PIL è cresciuto del

2,7% mentre la produttività oraria della forza lavoro è aumentata del 4,2%; un divario che aggiunge un'ulteriore spiegazione alla contrazione dell'occupazione. La debolezza della ripresa viene confermata anche dai dati più recenti. All'inizio di giugno si è manifestata una forte crescita nelle richieste settimanali di sussidi di disoccupazione, mentre in aprile gli ordinativi alle fabbriche hanno subito una brusca contrazione (-2,9%).

A questi problemi sembra aggiungersene un altro: la debolezza della ripresa si accompagna al timore di una caduta del livello dei prezzi. La Fed ha ammesso per la prima volta dopo molti anni che al momento attuale esistono pari probabilità per un rialzo così come per un ribasso del livello generale dei prezzi nei mesi a venire. In effetti diversi indicatori lasciano aperta la possibilità di una spirale deflazionistica. Le vendite al dettaglio sono sorprendentemente calate del 0,1% su base congiunturale nel mese di aprile (anziché aumentare dello 0,4% come ci si aspettava), a seguito di un raffreddamento dei consumi. Occorre ricordare che ancora nel primo trimestre i consumi mostravano una certa vitalità, essendo cresciuti del 2%, probabilmente sostenuti dall'ottimo andamento del mercato immobiliare.

I prezzi alle importazioni sempre in aprile sono diminuiti del 2,7% su base tendenziale nonostante il forte calo della quotazione del dollaro nei confronti dell'euro (i prezzi dei beni importati dalla UE sono diminuiti dello 0,4%). Anche tenendo conto dell'effetto petrolio, il dato dell'inflazione alla produzione mostra il segno meno: i prezzi dei beni importati depurati dal contributo negativo fornito dall'andamento del prezzo del greggio sono calati dell'0,9%.

I prezzi alla produzione sono addirittura calati dell'1,9% (tasso di variazione congiunturale annualizzato) in aprile – complice la già citata forte riduzione dei prezzi dell'energia (-8,6%). Ciò che desta maggiori preoccupazione è il dato sull'inflazione alla produzione “core” – depurato quindi dall'apporto fornito dalle componenti energetiche ed alimentari – che ha conosciuto un calo dello 0,8% in aprile (rispetto al mese precedente) e dello 0,2% rispetto ad un anno prima.

Di per sé – come sottolineato con forza da un economista di fama quale Paul Krugman – la deflazione potrebbe non essere un fenomeno preoccupante. In linea di principio infatti, essa potrebbe verificarsi anche a seguito di uno *shock* positivo dal lato dell'offerta. In questo caso la caduta dei prezzi si

accompagnerebbe ad una crescita dell'*output*, producendo uno scenario favorevole per il livello di attività e per l'occupazione. Ma se la deflazione è dovuta ad uno shock negativo dal lato della domanda – come la caduta dei consumi dovuta allo scoppio della bolla speculativa in Giappone e, *mutatis mutandis*, negli USA – si manifesta una diminuzione non solo dei prezzi ma anche della produzione, con implicazioni di segno opposto sui livelli di attività e sull'occupazione.

Tuttavia, gli effetti negativi della deflazione non si esauriscono con l'impatto immediato sulla produzione. Il problema maggiore nasce dal fatto che la prospettiva di deflazione si manifesta in una fase in cui i tassi di interesse sono su livelli storicamente bassi e prossimi al livello minimo. La Fed ha infatti lasciato intendere che non intende portare i tassi ufficiali al di sotto dello 0,75%. Dal momento che attualmente i tassi sui *Fed Funds* sono pari all'1%, rimane solo un limitato margine di manovra per ulteriori operazioni espansive di politica monetaria. Tecnicamente l'economia americana si trova dunque prossima ad una condizione di trappola della liquidità, da cui la spirale deflazionistica potrebbe trarre alimento.

Una volta raggiunto il pavimento al di sotto del quale la Fed non è disposta ad andare, l'invarianza dei tassi nominali di interesse, unitamente alla presenza di aspettative di deflazione, determinerebbe una condizione tale per cui i tassi reali di interesse sarebbero positivi e in crescita. L'incremento dei tassi reali – che si manifesterebbe per la prima volta dopo un lungo periodo di tassi reali in diminuzione e addirittura negativi – provocherebbe una caduta dei livelli di attività economica. Man mano che l'*output gap* negativo si amplia, l'inflazione corrente e quella attesa cadono ulteriormente, determinando un ulteriore rialzo dei tassi reali con conseguente spirale deflazionistica. *Last but not least*, la spirale deflazionistica potrebbe trarre maggior forza dall'esistenza di un elevato debito all'interno del settore privato. La deflazione da debito va infatti a colpire la capacità di spesa di quei soggetti gravati da una pesante situazione debitoria, che tendono ad avere una propensione a spendere superiore. Di conseguenza la *debt-deflation* ridistribuendo reddito dai debitori ai creditori sottrae ulteriore domanda aggregata rafforzando il circolo vizioso in cui il sistema si trova.

Assistiamo quindi a un interessante *decoupling* tra la dinamica dei prezzi sul mercato azionario che è in fase decisamente ascendente e quella dei prezzi dei

beni e dell'attività economica reale che è piuttosto fiacca. Come sempre, ci sono due scuole di pensiero su questo fenomeno. La prima, che potremmo definire ottimista, lo interpreta come una manifestazione del ruolo anticipatore del mercato azionario: la borsa "vede" in anticipo le tendenze future dell'economia e sconta quindi un'accelerazione della crescita. La seconda, che esprime il punto di vista dei pessimisti, sospetta che dietro la crescita del mercato azionario ci siano i movimenti di alcuni *big player e opinion leader* che hanno un bisogno disperato di riavviare il boom per sopravvivere dopo quasi tre anni di contrazione. Da questo punto di vista, la ripresa in corso sarebbe in un certo senso "drogata" e non anticiperebbe l'andamento futuro dei fondamentali.

Quale che sia l'interpretazione corretta, dall'attuale ripresa del mercato azionario non possono che venire impulsi favorevoli, almeno nel breve periodo, per la dinamica congiunturale. Se l'effetto ricchezza che ha così vistosamente segnato l'espansione nell'era di Clinton continuasse a valere anche sotto Bush, l'attuale rally dovrebbe avere un effetto favorevole sui consumi delle famiglie.

A questo effetto si sommerebbe l'eventuale impatto positivo sui consumi del pacchetto fiscale di Bush, approvato dal congresso a maggio (350 miliardi di dollari in 10 anni). In prospettiva, inoltre, un po' di domanda estera netta in più potrebbe materializzarsi grazie al dollaro debole, favorito dall'impostazione ancora sostanzialmente espansiva della politica monetaria di Greenspan.

1.1.2 La (quasi) stagnazione in Europa

A questo proposito, occorre rimarcare come la recente (5 giugno) decisione della BCE di abbassare il tasso di interesse di riferimento non abbia sortito gli effetti di attenuazione di apprezzamento dell'euro da alcuni sperati. Circola anche una interpretazione di questo mancato effetto francamente implausibile. Quando l'euro si indeboliva nonostante gli incrementi dei tassi europei e l'allargamento del differenziale con gli USA, si diffuse l'opinione che la forza relativa della espansione USA rispetto a quella europea spingeva il dollaro all'apprezzamento indipendentemente dalla dinamica del differenziale dei tassi. Ora qualcuno sostiene che l'euro continua a rafforzarsi nonostante la diminuzione dei tassi di interesse e il richiudersi del gap proprio perché, simmetricamente, la capacità di crescita europea è giudicata dai mercati superiore a quella americana.

Queste idee genereranno forse una nuova increspatura positiva negli indici di borsa europei ma lasciano alquanto perplessi. Secondo le stime dell'Ufficio Statistico dell'Unione Europea, infatti, il PIL dell'area è rimasto invariato nel primo trimestre dell'anno rispetto a trimestre precedente. Su tale risultato ha indubbiamente gravato l'incertezza generata dal conflitto iracheno, che ha impattato negativamente sia sulla spesa corrente che sui flussi di ordinativi. In particolare il tasso di variazione congiunturale del PIL è risultato negativo in Germania (-0,2%, anziché la prevista crescita dello 0,2%) e in Italia (-0,1%, anziché la prevista crescita dello 0,1%) per via della caduta della produzione industriale. Dei tre grandi dell'UME solo la Francia ha registrato una crescita del PIL (+0,3%), comunque inferiore a quella realizzata dalla Spagna (+0,5%). Le stime preliminari per il secondo e terzo trimestre mostrano una crescita UME compresa tra lo 0 e lo 0,4%, e un tasso medio annuo di crescita pari all'1,0%, che verrebbe raggiunto grazie a un'accelerazione nella seconda parte dell'anno.

Si aggiunga che diversi economisti ritengono che anche questa previsione sia eccessivamente ottimistica, soprattutto considerando le ultime indicazioni provenienti dalle indagini riguardanti il grado di fiducia e considerando la notevole dipendenza dall'*export* del PIL tedesco e di quello italiano. Lo stesso dato riguardante le esportazioni complessive dell'area UME confermerebbe che è in atto un rallentamento; in termini tendenziali le esportazioni sono infatti cresciute a dicembre del 2,5%, a gennaio dell'1,2% e a febbraio dello 0,3%. Particolarmente danneggiata sarebbe l'economia italiana che – più di quella tedesca – è caratterizzata da un modello di specializzazione incentrato sulla produzione ed esportazione di beni che – appartenendo ad un segmento di mercato non particolarmente elevato – risultano assai sensibili alla competitività di prezzo e quindi all'andamento del tasso di cambio.

Tuttavia i rischi maggiori per l'area dell'euro proverrebbero dall'economia tedesca, che dopo due variazioni congiunturali negative registrate nell'ultimo trimestre dello scorso anno e nel primo di quest'anno si trova tecnicamente in recessione. Secondo diversi istituti di ricerca, tra cui anche il FMI, un cambio dollaro/euro stabilmente pari a 1,20 produrrebbe seri rischi di deflazione che diventerebbe un evento certo qualora il tasso di cambio raggiungesse quota 1,40. Il rallentamento dell'*export* non solo tedesco ma più in generale europeo costituisce un problema serio – pur ricordando che l'area UME rimane una

regione relativamente chiusa nei confronti del resto del mondo – una volta considerato che il ciclo dell'UME negli ultimi tempi è stato trainato proprio dalla domanda estera. Negli ultimi tre anni la domanda interna è infatti cresciuta meno del PIL, che a sua volta ha beneficiato della maggior crescita delle esportazioni nette (TAB. 1.1).

**TAB. 1.1 – Tassi di crescita medi annui del PIL
e delle sue componenti principali nell'UME**

Anno	PIL	Domanda interna	Export	Domanda estera netta
2000	3,5	2,9	12,6	0,6
2001	1,4	0,9	2,8	0,5
2002	0,8	0,2	1,2	0,6

Fonte: BCE, *Rapporto Annuale*, 2002.

Peraltro sul minor apporto alla crescita fornito dalle esportazioni nette pesa non solo la minor competitività registrata nei confronti degli Usa ma anche quella sofferta nei confronti delle produzioni dei paesi asiatici aventi le proprie monete ancorate al dollaro.

1.1.3 Il ruolo delle politiche: tra l'attendismo della BCE e la rigidità del PSC

Da più parti negli ultimi mesi si erano levate voci a sostegno di un ribasso dei tassi da parte della BCE. Lo stesso FMI aveva più volte sottolineato come – nonostante la presenza di alcuni segnali di ripresa che dovrebbe iniziare nella seconda metà del 2003 per concretizzarsi nel 2004 – il tasso di inflazione fosse tale da consentire una riduzione dei tassi. In maggio l'indice dei prezzi al consumo è cresciuto dell'1,9% (+2,1% in aprile), su cui ha influito anche l'effetto di disinflazione importata, provocato proprio dal rafforzamento del cambio.

In effetti il taglio – dopo una lunga, nonché criticata attesa – c'è stato: mezzo punto in meno sul tasso per le operazioni principali di rifinanziamento (passato dal 2,5 al 2,0%) che ha prodotto in prima battuta – come si è detto – un ulteriore irrobustimento (2,0% circa) dell'euro nei confronti del dollaro, che ha così raggiunto quota 1,19 anche grazie ad una serie di dati negativi sull'economia USA. Il taglio dei tassi deciso dalla BCE è stato più consistente del solito e del

previsto (50 punti base invece dei 25 a cui ci eravamo abituati) e Duisenberg si è premurato di affermare che esistono spazi per ulteriori riduzioni nonostante il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale abbia raggiunto il livello più basso del dopoguerra. Si segnala quindi una decisa sterzata espansiva della politica monetaria. Ciò non sorprende visto che il tasso di inflazione in Eurolandia è sceso a maggio al di sotto del limite superiore della banda obiettivo (0-2%).

Secondo alcuni analisti, pertanto, la discesa dei tassi europei non si fermerebbe qui, ma andrebbe ancora avanti per raggiungere entro la fine dell'anno il livello dell'1,5%. A sostegno di questo scenario vi sarebbe l'impellente necessità di scongiurare il rischio deflazione in Germania, che registrando una *core inflation* pari allo 0,8% è di fatto una delle poche aree all'interno dell'UME in cui i tassi reali di interesse sono ancora positivi. Sul versante opposto vi sono invece coloro i quali ritengono che i tassi non caleranno sotto il livello dell'1,75%, che costituirebbe il pavimento ai tassi ufficiali europei. Nel qual caso anche la politica monetaria europea non avrebbe più molti margini di manovra in modo analogo a quanto già commentato con riferimento agli USA. Al contrario degli Stati Uniti, è però da annotare l'opposto effetto esercitato dall'andamento del tasso di cambio sulle condizioni monetarie e finanziarie dell'area e la rigidità che caratterizza l'utilizzo dello strumento fiscale, vincolato al rispetto del PSC (Patto di Stabilità e Crescita). In assenza di tali rigidità sarebbe eventualmente possibile tornare ad utilizzare la leva fiscale in modo anti-ciclico. Al momento attuale sembra però assai difficile raggiungere una condizione di questo tipo, pur riconoscendo che le proposte di riforma del PSC sin qui formulate cercano di coniugare esigenze congiunturali con la risoluzione di nodi strutturali ottemperando al tempo stesso all'esigenza di lungo termine di non produrre situazioni squilibrate nel campo della finanza pubblica¹.

¹ Sicuramente in questa direzione va la proposta di Eichengreen di consentire squilibri nei deficit pubblici in eccesso alla soglia del 3% solo a quei paesi che hanno già riformato il sistema pensionistico, il mercato del lavoro e le proprie istituzioni fiscali. In analoga direzione si muove la proposta di Blanchard e Giavazzi di scorporare dal computo del deficit complessivo le spese per investimenti pubblici, seguendo le indicazioni della *golden rule* della finanza pubblica.

1.2 Dollaro debole o euro forte: un inevitabile problema per l'UME

L'euro ha recentemente raggiunto e oltrepassato – a 4 anni di distanza dal suo lancio – le quotazioni che ne avevano accompagnato il debutto sui mercati valutari, toccando il livello di 1,19 rispetto al dollaro. La moneta europea ha guadagnato quasi 20% nei confronti del dollaro, rispetto ad un anno orsono, e oltre il 40% rispetto alla quotazione minima toccata nel mese di ottobre 2000. Tuttavia la sua ritrovata forza non è foriera di ottimismo e fiducia in una vigorosa ripresa ma semmai risulta essere fonte di preoccupazioni e di ulteriori debolezze per la già malata economia europea. Per certi versi – in modo decisamente paradossale – l'euro forte costituisce un inevitabile problema per l'UME. E' inevitabile perché la situazione dei conti con l'estero dell'economia USA richiedeva da tempo un ridimensionamento del cambio dollaro/euro. E' un problema perché la situazione congiunturale europea avrebbe bisogno di tutto fuorché di un rafforzamento del tasso di cambio.

1.2.1 Il deficit corrente USA in una prospettiva di medio termine

Il disavanzo corrente USA è in procinto di toccare il suo massimo relativo alla fine di quest'anno, raggiungendo – secondo le ultime stime del FMI – la cifra record di oltre 570 miliardi di dollari, pari al 5,3% del PIL. La diminuzione del deficit corrente dovrebbe aver luogo a partire dall'anno prossimo - quando il disavanzo in quota di PIL dovrebbe attestarsi attorno al 5% - interrompendo in tal modo un processo di indebitamento crescente che proseguiva ininterrotto da circa dieci anni e che ha portato il valore complessivo delle passività finanziarie verso l'estero degli USA a superare gli 8.000 miliardi di dollari e quello del debito estero netto vicino ai 3.000 miliardi di dollari (pari al 25% circa del PIL USA). Va peraltro sottolineato che un rapporto debito estero/PIL pari al 25% non risulta elevatissimo se comparato alle esperienze di molti altri paesi debitori. Risulta invece decisamente elevato rispetto al valore medio storico registrato dalla posizione netta sull'estero degli USA. A tale proposito basterà ricordare che tale rapporto ha raggiunto il suo valore massimo (pari al 26% del PIL) alla fine del XIX secolo, quando gli USA erano ancora una “enorme economia emergente”.

Un'inversione di tendenza nell'andamento dei conti con l'estero degli USA era quindi da tempo nella logica delle cose. Il debito e il deficit estero degli USA – ancorché non elevatissimi in quota di PIL – avevano ed hanno infatti raggiunto negli ultimi anni tali valori assoluti da rendere sempre più difficoltoso il finanziamento attuato dal resto del mondo².

Storicamente, quasi tutte le precedenti fasi di aggiustamento del deficit corrente USA sono state caratterizzate da una riduzione del tasso di crescita USA e da un deprezzamento del tasso di cambio del dollaro. *Prima facie* l'attuale scenario sembrerebbe non molto diverso da quello prevalente alla fine del 1985. Il sistema economico americano si trovava – al termine della lunga fase di *dollaro forte* – con un disavanzo corrente nei confronti del resto del mondo (2,8% del PIL), con un deficit pubblico abbastanza elevato (5,5% del PIL nel 1986) – anche se in diminuzione nel corso degli anni successivi – e con un tasso di inflazione fortemente diminuito – rispetto agli inizi degli anni '80 – a seguito della cosiddetta *Volcker deflation*. Tuttavia nonostante questi primi elementi di similarità vi sono importanti differenze tra l'attuale processo di aggiustamento e quello realizzatosi sul finire degli anni '80.

In primo luogo, tra il 1985 e il 1991 il deficit corrente USA venne azzerato senza dover drasticamente ridurre il processo di crescita. Anzi, sino agli inizi della mini-recessione del 1990-91 la performance del PIL americano fu decisamente positiva, con un tasso di crescita mai inferiore al 3,4% e con un *output gap* in costante diminuzione. Inoltre, il ciclo europeo – almeno quello riguardante i tre maggiori paesi dell'Europa Continentale – fu caratterizzato da un buon andamento. In Italia il tasso di crescita variò tra un minimo del 2,5% nel 1986 e un valore massimo del 3,9% nel 1988; mentre in Francia e in Germania gli analoghi valori minimi e massimi furono rispettivamente uguali a 1,5 e 4,2% (Francia) e a 1,5 e 3,7% (Germania). Inutile menzionare il ciclo giapponese che in quegli anni godeva delle conseguenze (ancora positive nella seconda metà degli

² A tale proposito è doveroso ricordare che il processo di finanziamento di un deficit così ampio in termini assoluti trova un ostacolo non piccolo nella presenza – diffusa a livello internazionale – di un notevole *home-bias* nella allocazione dei portafogli internazionali. Con questo termine si identifica la distorsione nell'allocazione della ricchezza azionaria a vantaggio delle azioni domestiche rispetto a quelle estere. Ad esempio quasi il 90% della ricchezza azionaria USA è detenuta sotto forma di azioni USA. Un'incidenza analoga viene registrata all'interno delle altre principali economie industrializzate.

anni '80) della grande bolla speculativa, arrivando a registrare una crescita del 6,5 e del 5,3% negli ultimi due anni del decennio.

In questa occasione invece l'aggiustamento sembra accompagnarsi ad una riduzione della crescita USA che si manifesta in assenza di una contemporanea espansione registrata in Europa e/o in Giappone. La debolezza del ciclo europeo e giapponese fa sì che – molto più che in passato – il processo di aggiustamento del deficit corrente americano debba quindi essere incentrato sul deprezzamento del tasso di cambio. In assenza di crescita all'estero che funga da traino per le esportazioni USA (basterà a tale proposito ricordare che le stime del saldo corrente UME e di quello giapponese sono rispettivamente pari all'1,1 e 2,7% del PIL nel 2003 e all'1,1 e 3,0% del PIL nel 2004) una data riduzione del deficit corrente americano può infatti essere realizzata solo mediante la variazione delle convenienza relativa delle merci *made in USA*. Alcune stime relativamente recenti hanno mostrato che per annullare il disavanzo corrente il deprezzamento del dollaro dovrebbe essere superiore al 45%; altre hanno addirittura provato che solo per dimezzare il deficit corrente il dollaro dovrebbe deprezzarsi del 40% rispetto ai valori massimi raggiunti nei confronti dell'euro.

In secondo luogo, il processo inflazionistico segue un andamento decisamente diverso. All'inizio della seconda metà degli anni '80 l'inflazione riprese a crescere – sebbene in modo lieve come negli USA – oppure rimase stabilmente ancorata su valori modesti (Germania) o poco più elevati (Italia). Al contrario, al giorno d'oggi il processo inflazionistico è orientato lungo un trend decisamente discendente, al punto che lo stesso FMI ha svolto uno studio speciale dedicato alla valutazione dei rischi di un processo deflazionistico su scala internazionale.

1.2.2 Il dollaro debole come via d'uscita

Un dollaro debole costituisce la via d'uscita – entro certi limiti – dai due problemi macroeconomici che affliggono l'economia statunitense: la debolezza dell'attività produttiva con l'associato rischio di deflazione e il deficit persistente di parte corrente. Il dollaro debole, da un lato, consente l'avvio della fase di aggiustamento dello squilibrio corrente USA. Dall'altro il deprezzamento permette di allentare le condizioni monetarie analogamente a quanto ottenibile

mediante una riduzione dei tassi di interesse. Considerando che i tassi di interesse sono prossimi al loro livello minimo, un dollaro debole costituisce il canale attraverso il quale diventa possibile stimolare la domanda aggregata – riducendo il rischio deflazionistico – in assenza di ulteriori diminuzioni dei tassi di *policy*.

Per qualificare meglio il ragionamento è conveniente ricorrere ai cosiddetti indici di condizioni finanziarie (*ICF*), la cui variazione misurata rispetto ad un anno base descrive l'andamento delle condizioni monetarie e finanziarie di un sistema economico. Secondo la versione più aggiornata³ un *ICF* viene definito come

$$ICF_t = \alpha_1 (Sr_t - Sr_0) + \alpha_2 (Lr_t - Lr_0) + \beta \left(\frac{REER_t - REER_0}{REER_0} \right) - \gamma \left(\frac{E_t - E_0}{E_0} \right)$$

dove i pesi α_1 , α_2 , β e γ riflettono gli effetti sulla domanda aggregata delle variazioni (rispetto all'anno base 0) registrate da:

- tasso di interesse reale a breve Sr_t e a lungo termine Lr_t ;
- tasso di cambio reale effettivo $REER_t$, costruito in modo tale che un suo incremento esprima un apprezzamento reale e quindi, entro certi limiti, una perdita di competitività che sottrae domanda al sistema attraverso il canale estero;
- capitalizzazione del mercato di borsa rispetto al PIL, E_t .

Un incremento dell'indice esprime una restrizione delle condizioni finanziarie con ricadute negative per l'andamento della domanda. Viceversa nel caso in cui l'indice conosca una diminuzione.

Stime recentemente prodotte con riferimento all'economia USA e a quella dell'area dell'euro attribuiscono i seguenti valori ai pesi α_1 , α_2 , β e γ (TAB. 1.2).

TAB. 1.2 – Parametri dell'ICF

Area	α_1	α_2	β	γ
	Tassi a breve	Tassi a lunga	Cambio reale effettivo	Mercato azionario
USA	35	55	5	5
Euro	33,5	54	10	2,5

³ In queste pagine seguiremo la formulazione proposta da Goldman Sachs (2002).

I parametri riportati nella tabella servono a quantificare gli effetti sull' *ICF* – in termini di variazioni rispetto all'anno di riferimento espresse in punti base – delle variazioni dei tassi a breve, a lunga, dell'indice di cambio effettivo e dell'indice del mercato azionario.

A questo punto diventa possibile dimostrare in modo più rigoroso il senso di quanto affermato in precedenza. Un deprezzamento del cambio reale effettivo del dollaro del 18% comporta un allentamento delle condizioni monetarie USA pari a 90 *bps*. In termini di condizioni finanziarie, lo stesso risultato sarebbe ottenibile mediante una riduzione dei tassi a breve e a lunga di 100 punti base, che risulta però *de facto* impossibile attuare, data la riluttanza della Fed a diminuire i tassi al di sotto dello 0,75%. Di conseguenza il dollaro debole diventa un sostituto quasi perfetto di una manovra di forte riduzione dei tassi che – in prossimità di una condizione di trappola della liquidità – è impossibile attuare.

Occorre chiedersi se un deprezzamento del 18% del cambio reale effettivo del dollaro costituisca un'ipotesi veritiera. In effetti un forte deprezzamento effettivo del dollaro si è venuto a produrre solo negli ultimi 6 mesi. Quando nella primavera del 2002 il dollaro ha iniziato a deprezzarsi, il suo indebolimento non è stato molto cospicuo e si è concentrato per lo più nei confronti dell'euro. E' solo a partire dallo scorso mese di dicembre che il dollaro ha subito una decisa accelerazione nella fase di deprezzamento che si è estesa dal cambio rispetto all'euro (oltre il 20% negli ultimi 12 mesi) a quello verso altre valute tra cui lo Yen – anche se con minor intensità – e il dollaro canadese nei cui confronti il deprezzamento è stato invece ben maggiore. Nel complesso il tasso di cambio reale effettivo della moneta americana si è deprezzato di quasi 15 punti percentuali nel giro di un anno. Di conseguenza, valutando quanto accaduto negli ultimi 12 mesi è fuor di dubbio che l'indebolimento del tasso di cambio abbia contribuito ad allentare le condizioni monetarie e finanziarie all'interno degli USA. In termini prospettici è lecito domandarsi se la fase di deprezzamento proseguirà (ed eventualmente con quale intensità) al fine di valutare l'ulteriore contributo fornito dal dollaro debole alla soluzione dei problemi prima analizzati. Nell'opinione di molti analisti l'attuale tasso di cambio dollaro/euro è assai vicino alla quotazione di equilibrio (tra 1,15 e 1,20 dollari per euro). Tuttavia non è da escludere la possibilità che una nuova fase di debolezza possa tornare a

manifestarsi nei prossimi mesi; anche se un fenomeno di questo genere non può che essere giudicato negativamente dai governi europei.

1.2.3 *Dollar diplomacy vs market sentiment*

Alla luce di queste considerazioni diventa quindi comprensibile l'atteggiamento del Segretario al Tesoro USA John Snow che ha recentemente dichiarato che l'Amministrazione USA non si oppone ad un dollaro debole⁴. Al tempo stesso risulta comprensibile l'immediata reazione dei ministri finanziari europei, che si sono mostrati preoccupati dagli effetti del rafforzamento dell'euro sulle esportazioni nette oltre che sui bilanci societari europei, ricchi di *assets* denominati in dollari. Da tali posizioni contrapposte le parti in causa sono rapidamente scivolate verso i prodromi di una sorta di "mini-guerra valutaria" – per usare le parole del Presidente Prodi – scongiurata (almeno al momento) dalla rassicurazione fornita da Bush al termine del G-8 di Evian. Sottolineando l'immutato interesse per una politica di dollaro forte, Bush ha infatti non solo cercato di inviare un segnale al mercato – con l'eventuale intento di convincere gli operatori che esisterebbe un pavimento al di sotto del quale l'Amministrazione USA non intende far scendere il tasso di cambio – ma ha soprattutto avviato, dopo lungo tempo, un'operazione di *dollar diplomacy* per limitare ricadute di carattere politico internazionale derivanti dall'attuale andamento dei mercati valutari.

Va da sé che l'effettivo interesse per il dollaro forte potrà essere testato solo qualora l'attuale fase di debolezza diventi persistente e venga caratterizzata da crescente intensità. Qualora il Tesoro USA fosse veramente interessato a mantenere un dollaro forte ciò significherebbe che il Tesoro sarà disposto ad interrompere la politica di *benign neglect* nei confronti del tasso di cambio – che ha contraddistinto negli ultimi 50 anni la gestione della politica valutaria Usa – attuando interventi sui mercati volti a rafforzare il tasso di cambio. Tuttavia pare lecito esprimere un qualche dubbio sulla reale consistenza di una politica di dollaro forte perseguita negli ultimi anni dal Tesoro USA. Come lucidamente osservava un *insider* della Amministrazione Bush⁵, molte verifiche empiriche hanno dimostrato che la forza del dollaro degli ultimi anni sia da ascrivere ad una

⁴ Per completezza va ricordato che il precedente Segretario al Tesoro O'Neill aveva definito il deficit corrente Usa un concetto privo di significato!

⁵ Clarida R., Stable and Confident, *Wall Street Journal*, 28 Maggio 2003.

politica monetaria volta a mantenere un'inflazione bassa e stabile (che non aveva come obiettivo finale alcun valore del tasso di cambio) e alla rapida crescita dell'economia USA, ma non a deliberate politiche di dollaro forte perseguite da un'Amministrazione che negli ultimi anni è intervenuta sui mercati valutari solo due volte – nel Giugno 1998 e nel Settembre 2000 – per indebolire (e non per rafforzare!) la propria moneta. Tuttavia non è da escludere che il mercato possa annullare gli effetti di eventuali interventi coordinati svolti dalle tre principali Banche Centrali realizzando una serie di operazioni volte a chiudere posizioni sul mercato finanziario USA e ad aprirne – nonostante l'attuale fase congiunturale – sul mercato europeo. Diversi gestori hanno già mostrato l'interesse per una strategia fatta di maggiori investimenti sui mercati europei, sia per diversificare i loro *portfolios* che per trarre vantaggio dall'eventuale proseguimento della fase di debolezza della moneta americana – che non viene più considerato un *safe haven*. In effetti stando ai dati rilasciati dal Tesoro Americano a partire dalla seconda metà dell'anno scorso gli investitori americani sono diventati acquirenti netti di azioni europee, dopo che per anni erano risultati venditori netti delle stesse. Inoltre nei primi 5 mesi dell'anno oltre il 60% del denaro fresco investito in fondi comuni ha riguardato fondi comuni azionari internazionali – a riprova del nuovo interesse per mercati diversi da quello USA. Qualora questo atteggiamento trovasse una rapida diffusione presso il mercato il *sentiment* privilegierebbe ancora di più di quanto sinora fatto l'investimento in Europa, determinando una classica situazione di *momentum trading* che porterebbe l'euro su livelli ancora più elevati di quelli attuali.

2. LA FINANZA PUBBLICA*

I risultati di finanza pubblica a livello europeo mostrano ancora un peggioramento per il 2002 e le previsioni per il 2003 non sono ottimistiche, stante il tasso di crescita dell'economia ancora molto basso, previsto intorno all'1%. L'Italia si trova oggi in una situazione migliore rispetto a Francia e Germania, anche se sembra destinata a valicare il limite del 3% del rapporto disavanzo/PIL nel 2004, se non verranno attuate politiche di controllo dei flussi di spese e di entrate pubbliche. Un forte aumento del deficit pubblico ha caratterizzato anche gli Stati Uniti, sia per la sfavorevole congiuntura economica sia per i noti eventi connessi alla guerra in Iraq.

In questo capitolo, viene in primo luogo illustrato lo scenario di finanza pubblica che si è venuto a delineare in Europa e negli USA nei primi anni 2000, con riferimento all'evoluzione della crescita economica e alle politiche discrezionali poste in essere dai vari Paesi.

In secondo luogo, viene presentato un confronto tra la struttura delle entrate e delle spese pubbliche in Europa e negli Stati Uniti, ove possibile con riferimento al lungo periodo, in modo da verificare se si siano manifestate o siano in atto tendenze verso una maggiore convergenza delle finanze pubbliche di due delle più importanti aree economiche.

2.1 Risultati di finanza pubblica in UE e USA nei primi anni 2000

I risultati di finanza pubblica degli ultimi due anni, sia per i Paesi europei sia per gli Stati Uniti, mostrano un'inversione di tendenza rispetto all'evoluzione che aveva caratterizzato gli anni Novanta. In quegli anni erano state attuate con successo politiche di riequilibrio dei conti pubblici, con la riduzione significativa o l'eliminazione dei deficit di bilancio e un forte ridimensionamento del rapporto debito/PIL. Il consolidamento fiscale di quel periodo nelle principali aree economiche e in alcuni Paesi europei è illustrato dalla TAB. 2.1. che mostra il miglioramento dei principali indicatori di finanza pubblica. Il consolidamento

* A cura di M. F. Ambrosanio e S. Caroppo.

fiscale è definito, per ciascuna area o Paese, come periodo di protratta riduzione (non inferiore ai tre anni) del rapporto tra indebitamento netto e PIL, rispetto all'anno precedente. Per l'Italia, ad esempio, il periodo considerato va dal 1991 al 2000, ad indicare che in ciascuno dei dieci anni considerati si è registrata una riduzione del rapporto.

**TAB. 2.1 – Miglioramento dei conti pubblici (*fiscal consolidation*)
in Europa e USA negli anni Novanta (in % del PIL)**

	USA	UK	Area Euro	IT	G	FR
	1993-00	1994-00	1994-00	1991-00	1997-00	1994-00
Indebitamento netto	-7,3	-11,9	-5,9	-11,2	-4,5	-4,6
Indebitamento netto strutturale	-6,2	-6,9	-3,2	-10,8	-1,0	-3,3
Entrate totali strutturali	3,0	3,1	0,5	3,0	0,5	2,1
Spesa primaria strutturale	-1,9	-2,0	-0,6	-1,6	-0,3	-0,6
Spese per interessi	-1,0	-0,2	-1,6	-3,9	-0,3	-0,1

Fonte: P. De Lima- A. de Serres – M. Kennedy, *Macroeconomic policy and economic performance*, OECD, Economic Department Working Papers, n. 353, 2003.

Facendo riferimento agli ultimi due anni, in ciascuna delle tre aree prese in esame (Area Euro, Unione Europea e USA), il deficit di bilancio è aumentato e, contestualmente, si è ridotto l'avanzo primario (TAB. 2.2).

TAB. 2.2 – Indicatori di bilancio pubblico in Europa e USA (in % del PIL)

		1997	1998	1999	2000	2001	2002
Avanzo primario	Area Euro	2,5	2,5	2,8	3,0	2,3	1,5
	UE	2,4	2,9	3,3	3,6	2,7	1,5
	USA	3,5	4,6	4,6	5,2	2,9	-0,3
Indebitamento netto	Area Euro	2,6	2,3	1,3	1,0	1,6	2,2
	UE	2,5	1,7	0,7	0,3	0,9	1,9
	USA	0,5	-0,3	-0,7	-1,5	0,5	3,3
Debito pubblico	Area Euro	75,3	73,7	72,5	70,1	69,3	69,2
	UE	71,0	68,9	67,3	64,1	63,0	62,7
	USA	64,5	62,4	60,4	57,3	57,2	59,3
Entrate totali	Area Euro	47,6	47,1	47,5	47,2	46,5	46,2
	UE	46,8	46,6	47,0	46,6	46,1	45,6
	USA	32,6	33,0	33,2	33,8	32,9	31,3
Spese al netto interessi	Area Euro	45,1	44,6	44,7	44,2	44,2	44,7
	UE	44,4	43,7	43,7	43,0	43,4	44,1
	USA	29,1	28,4	28,6	28,6	30,0	31,6

Fonte: *European Economy*, Economic Forecasts, Spring 2003.

Nota: I dati sono al netto dei proventi delle licenze UMTS.

Il rapporto debito/PIL è rimasto sostanzialmente inalterato in Europa ed è aumentato di circa due punti negli Stati Uniti. Le spese pubbliche al netto degli interessi hanno ripreso a crescere mentre si osserva una tendenza alla riduzione della pressione fiscale.

Considerando, nello specifico, gli Stati Uniti, il 2002 si è chiuso con un disavanzo primario pari allo 0,3% del PIL, contro un avanzo del 5,2% nel 2000, un deficit del 3,3%, a fronte di un avanzo dell'1,5% nel 2000, e un aumento del debito pubblico dal 57,2% al 59,3%.

Per quanto riguarda invece l'Area Euro, nel 2002, l'indebitamento netto si è portato al 2,2% del PIL e l'avanzo primario si è ridotto all'1,5% del PIL. Questi risultati derivano tuttavia da posizioni differenziate dei singoli Stati membri (TAB. 2.3).

**TAB. 2.3 – Indebitamento netto, avanzo primario e debito pubblico
nell'Unione Europea (in % del PIL)**

Paesi	Indebitamento netto			Avanzo primario			Debito pubblico		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Belgio	-0,1	-0,2	-0,1	6,9	6,8	6,1	109,6	108,5	105,3
Germania	1,4	2,8	3,6	2,0	0,5	-0,4	60,2	59,5	60,8
Grecia	1,9	1,9	1,2	5,1	4,4	4,3	106,2	107,0	104,9
Spagna	1,0	0,1	0,1	2,4	3,0	2,8	60,5	56,9	54,0
Francia	1,4	1,6	3,1	1,7	1,5	0,0	57,2	56,8	59,1
Irlanda	-4,3	-1,1	0,1	6,5	2,7	1,3	39,3	36,8	33,3
Italia	1,8	2,6	2,3	4,6	3,8	3,4	110,6	109,5	106,7
Lussemburgo	-6,1	-6,4	-2,6	6,4	6,7	3,0	5,6	5,6	5,3
Paesi Bassi	-1,5	-0,1	1,1	5,4	3,6	2,1	55,8	52,8	52,6
Austria	1,9	-0,3	0,6	1,8	3,8	3,0	66,8	67,3	68,7
Portogallo	3,1	4,2	2,7	0,1	-1,1	0,3	53,3	55,6	58,1
Finlandia	-6,9	-5,1	-4,7	9,8	7,9	7,0	44,5	43,8	42,7
Area Euro	1,0	1,6	2,2	3,0	2,3	1,5	70,1	69,3	69,2
Danimarca	-2,6	-2,9	-2,0	6,8	6,8	5,6	47,4	45,4	45,2
Svezia	-3,4	-4,5	-1,3	7,5	7,7	4,2	52,8	54,4	54,4
Gran Bretagna	-1,5	-0,8	1,3	4,3	3,2	0,8	42,1	38,9	38,4
Area UE	0,3	0,9	1,9	3,6	2,7	1,5	64,1	63,0	62,7

Fonte: *European Economy*, Economic Forecasts, Spring 2003;

Nota: I dati sono al netto dei proventi delle licenze UMTS.

A fronte di un gruppo di 4 Paesi (Grecia, Spagna, Austria e Portogallo) che ha registrato ancora un miglioramento dei conti pubblici, spicca la situazione di Germania e Francia, il cui deficit è ritornato al di sopra del 3% del PIL. Anche tre dei sette Paesi che avevano un avanzo di bilancio nel 2000 (Irlanda, Lussemburgo,

Paesi Bassi) hanno registrato un marcato peggioramento. L'Italia si colloca in una posizione intermedia, con l'aumento dell'indebitamento netto dall'1,8% al 2,3% del PIL.

Una tendenza analoga ha caratterizzato Danimarca, Svezia e Gran Bretagna (quest'ultima si è portata da un avanzo di bilancio dell'1,5% del PIL nel 2000 ad un deficit dell'1,3% nel 2002).

2.2 Le ragioni del peggioramento: ciclo e politiche discrezionali

Alla base del generale peggioramento degli scenari di finanza pubblica sopra descritti stanno sia gli effetti del ciclo economico sfavorevole che ha appesantito i bilanci pubblici attraverso l'operare degli stabilizzatori automatici, sia gli effetti delle politiche di bilancio discrezionali, che in alcuni casi sono state di chiaro segno espansivo.

TAB. 2.4 – Crescita del PIL reale in Europa e Stati Uniti

Paesi	1961-90	1991-95	1996-00	2000	2001	2002
Belgio	3,4	1,6	2,7	3,7	0,8	0,7
Germania	3,1	2,0	1,8	2,9	0,6	0,2
Grecia	4,5	1,2	3,4	4,2	4,1	4,0
Spagna	4,6	1,5	3,8	4,2	2,7	2,0
Francia	3,8	1,1	2,7	3,8	1,8	1,2
Irlanda	4,2	4,7	9,8	10,0	5,7	6,0
Italia	3,9	1,3	1,9	3,1	1,8	0,4
Lussemburgo	3,7	3,9	6,8	8,9	1,0	0,4
Paesi Bassi	3,4	2,1	3,7	3,3	1,3	0,3
Austria	3,6	2,0	2,8	3,5	0,7	1,0
Portogallo	4,8	1,7	3,9	3,7	1,6	0,5
Finlandia	3,8	-0,6	4,8	5,5	0,6	1,6
Area Euro	3,6	1,5	2,6	3,5	1,5	0,9
Danimarca	2,7	2,0	2,7	2,8	1,4	1,6
Svezia	2,9	1,3	3,3	4,4	1,1	1,9
Gran Bretagna	2,5	1,8	2,9	3,1	2,1	1,8
Area UE	3,4	1,5	2,6	3,5	1,6	1,1
Stati Uniti	3,5	2,4	4,1	3,8	0,3	2,4

Fonte: *European Economy*, Economic Forecasts, Spring 2003.

Il 2001 e il 2002 sono stati due anni di forte rallentamento dell'attività economica (TAB. 2.4) in Europa e negli Stati Uniti. Per l'Area Euro, il tasso di crescita del PIL reale si è ridotto dal 3,5% nel 2000 all'1,5% nel 2001, allo 0,9%

nel 2002; la situazione non cambia molto se si considera l'intera Unione Europea. Per gli Stati Uniti, il 2001 può essere considerato un anno di recessione, con una riduzione della crescita dal 3,8% allo 0,3%, seguito poi da una ripresa nel 2002, con una crescita del 2,4%. Non è facile quantificare con esattezza quanto del peggioramento dei conti pubblici sia attribuibile alla fase di bassa crescita economica e quanto alle politiche discrezionali. Qualche valutazione di massima può comunque essere tratta dall'andamento del saldo primario strutturale, che dovrebbe indicare, pur con tutte le cautele, il segno delle politiche discrezionali. In altre parole, un peggioramento del saldo primario, corretto per gli effetti del ciclo, sarebbe indice di politiche discrezionali espansive.

TAB. 2.5 – Saldo primario strutturale in Europa

Paesi	2000	2001	2002
Belgio	5,6	6,2	6,1
Germania	1,3	0,3	-0,1
Grecia	5,1	4,0	3,7
Spagna	1,7	2,3	2,5
Francia	0,9	0,9	-0,3
Irlanda	4,6	1,5	0,4
Italia	4,1	3,3	3,6
Paesi Bassi	3,3	2,5	2,2
Austria	1,2	3,5	2,9
Portogallo	-0,8	-1,5	0,5
Finlandia	6,9	7,0	7,0
Area Euro	2,2	1,8	1,5
Danimarca	5,7	6,3	5,5
Svezia	5,5	6,8	3,8
Gran Bretagna	3,9	3,1	1,1
Area UE	2,7	2,3	1,6

Fonte: *European Economy*, Economic Forecasts, Spring 2003;

Nota: I dati sono al netto dei proventi delle licenze UMTS.

La TAB. 2.5 riporta l'avanzo primario strutturale dei Paesi europei dal 2000 al 2002, calcolato dalla Commissione Europea nella primavera di quest'anno, e mostra che un gruppo di Paesi – Belgio, Spagna, Italia, Portogallo e Finlandia – registra un miglioramento. Per l'Italia, va però ricordato che il dato include i proventi delle cartolarizzazioni, al netto dei quali l'avanzo primario scenderebbe dal 3,3% al 2,9% del PIL. Per tutti gli altri Paesi, si osserva invece un peggioramento, che assume dimensioni particolarmente rilevanti per la Germania

e la Francia – che ritornano ad un disavanzo primario – ed anche per l'Irlanda e la Gran Bretagna. Per questi Paesi, il deterioramento dei conti pubblici sembrerebbe dunque da ascrivere alla politica fiscale discrezionale.

TAB. 2.6 – Politiche di bilancio in Europa e USA nel 2001-2002

Paesi	Caratteristiche delle politiche di bilancio	
Belgio	-ΔE e -ΔS	Riduzione di contributi sociali, imposte personali e societarie; contenimento spesa per la sicurezza sociale
Germania	-ΔE e +ΔS	Aumenti della spesa sanitaria e della spesa dei Lander; riforma fiscale nel 2000 e aumenti di entrate all'inizio del 2002
Grecia	+ΔS	Aumento di tutte le spese primarie
Spagna	+ΔE e -ΔS	Risparmi nei consumi pubblici e aumenti di entrate
Francia	-ΔE e +ΔS	Aumento delle spese per la sanità e degli enti locali e riduzione della pressione fiscale
Irlanda	-ΔE e +ΔS	Riforma fiscale, che non ha prodotto l'atteso aumento del gettito. Aumento delle spese correnti
Italia	+ΔE e +ΔS	Aumento di spese correnti e in conto capitale Aumento di entrate una-tantum (scudo fiscale) e cartolarizzazioni
Paesi Bassi	-ΔE	Riforma fiscale, con incremento delle imposte indirette e riduzione delle imposte sul reddito e dei contributi sociali
Austria	+ΔE e -ΔS	Riforma fiscale, con aumenti delle basi imponibili; riforma delle pensioni e altri risparmi di spesa
Portogallo	+ΔE e -ΔS	Condono fiscale, aumento dell'IVA e riduzione delle spese d'investimento
Finlandia	-ΔE e +ΔS	Riduzione delle imposte sul reddito e aumento delle spese
Danimarca	-ΔE e -ΔS	<i>Tax-freeze</i> (invarianza del gettito tributario) e controllo della spesa
Svezia	-ΔE	Riduzione delle imposte sui redditi da lavoro
Gran Bretagna	+ΔS	Aumento della spesa per sicurezza sociale, sanità e istruzione; oneri per la guerra in Iraq
USA	-ΔE e +ΔS	Riduzioni di entrate e aumenti di spese

Fonte: *European Economy*, Economic Forecasts, Spring 2003.

Nota: ΔE: variazione discrezionale delle entrate; ΔS: variazione discrezionale delle spese.

In termini sintetici, la TAB. 2.6 illustra le principali caratteristiche delle politiche di bilancio nei Paesi europei e negli Stati Uniti. Tra i Paesi che hanno registrato un aumento dell'avanzo primario strutturale, tra il 2000 e il 2002,

Austria, Spagna e Portogallo hanno posto in essere politiche fiscali di segno restrittivo, basate su aumenti delle entrate pubbliche e risparmi di spesa; il Belgio ha compensato la riduzione della pressione fiscale con riduzioni delle spese per la sicurezza sociale. Tra i Paesi che hanno mostrato un peggioramento del saldo primario strutturale, la maggior parte ha adottato provvedimenti di riduzione delle imposte, i cui effetti, in alcuni casi, si sono sommati agli aumenti delle spese primarie. Questi ultimi sono spesso derivati dalla mancata attuazione di opportune politiche di controllo piuttosto che specifici provvedimenti legislativi. In sintesi, in Europa si è registrata una tendenza alla riduzione della pressione fiscale, non bilanciata da politiche di riduzione della crescita della spesa pubblica. Tra il 2000 e il 2002 il rapporto tra entrate pubbliche e PIL è diminuito dal 46,6% al 45,6% mentre il rapporto tra spesa primaria e PIL è aumentato dal 43% al 44,1%.

Per quanto riguarda gli Stati Uniti, la politica di bilancio si è orientata in senso espansivo già nel corso del 2001, con l'approvazione nel mese di maggio di un piano di sgravi fiscali, concernenti soprattutto le imposte sui redditi personali, il risparmio previdenziale e l'imposta patrimoniale. Dopo l'11 settembre 2001, alla crescita sostenuta della spesa pubblica per la sanità e l'istruzione, si è accompagnato un aumento della spesa pubblica per la difesa e la sicurezza. Infine nel marzo 2002, è stato approvato un "pacchetto di stimolo fiscale", centrato sugli sgravi alle imprese. Non stupisce quindi che i risultati in termini di saldi di bilancio pubblico siano i peggiori degli ultimi dieci anni.

2.3 Le previsioni per il 2003 e il 2004

Lo stato della finanza pubblica in Europa non sembra destinato a migliorare nel prossimo futuro. Le previsioni della Commissione Europea della primavera 2003 indicano infatti per l'anno in corso e per il 2004 un ulteriore peggioramento dei conti pubblici (TAB. 2.7), con la crescita dell'indebitamento netto e la riduzione dell'avanzo primario. La Germania e la Francia resterebbero ancora sopra la soglia del 3% almeno nel 2003; l'Italia la raggiungerebbe nel 2004. Peggiorerebbe anche la situazione della Gran Bretagna, con un saldo primario negativo sia nel 2003 sia nel 2004.

TAB. 2.7 – Previsioni per il 2003 e 2004

Paesi	Crescita del PIL reale			Indebitam. netto (in % del PIL)			Avanzo primario (in % del PIL)		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Germania	0,2	0,4	2,0	3,6	3,4	2,9	-0,4	-0,2	0,3
Francia	1,2	1,1	2,3	3,1	3,7	3,5	0,0	-0,5	-0,2
Italia	0,4	1,0	2,1	2,3	2,3	3,1	3,4	3,0	2,0
Area Euro	0,9	1,0	2,3	2,2	2,5	2,4	1,5	1,1	1,1
Gran Bretagna	1,8	2,2	2,6	1,3	2,5	2,5	0,8	-0,4	-0,4
Area UE	1,1	1,3	2,4	1,9	2,3	2,2	1,5	0,9	1,0
USA	2,4	2,4	2,5	3,3	4,8	4,6	-0,3	-1,8	-1,6

Fonte: *European Economy*, Economic Forecasts, Spring 2003.

Per quanto riguarda gli Stati Uniti il deficit del bilancio federale dovrebbe aumentare dal 3,3% del PIL al 4,8% nel 2003 e al 4,6% nel 2004; aumenterebbe parallelamente il disavanzo primario, all'1,8% e all'1,6% del PIL. Questi risultati discendono innanzitutto dall'orientamento ancora espansivo della politica fiscale, sulla base dei provvedimenti di sgravio fiscale e di aumenti di spesa per il periodo 2003-2013, approvati lo scorso 23 maggio. Sugli esiti di finanza pubblica nel medio periodo grava poi l'incognita dei costi connessi al dopo-guerra in Iraq, che sono stimati tra i 100 e i 600 miliardi di dollari nei prossimi dieci anni.

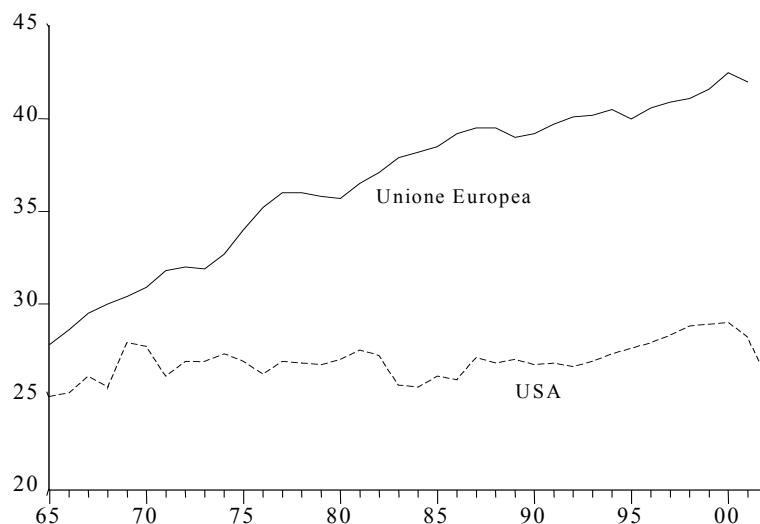
2.4 La struttura delle entrate e delle spese pubbliche in UE ed USA

Come si è accennato in precedenza, sia i Paesi europei sia gli Stati Uniti hanno posto in essere negli anni Novanta politiche di riequilibrio dei conti pubblici, con provvedimenti dal lato delle entrate e delle spese pubbliche. Può essere allora interessante confrontare l'evoluzione della struttura delle entrate e della spesa pubblica in Europa e negli Stati Uniti, anche al fine di verificare eventuali processi di convergenza.

Le entrate pubbliche. La prima sostanziale differenza tra i Paesi europei e gli Stati Uniti concerne il livello e l'evoluzione della pressione fiscale, illustrati nella FIG. 2.1. L'Unione Europea ha sperimentato nel lungo periodo una forte crescita della pressione fiscale, dal 27,8% nel 1965 al 42% circa nel 2002; negli Stati Uniti, al contrario, essa si è mantenuta abbastanza stabile nel corso del tempo, oscillando tra il 25% e il 30%. Il divario (di soli 3 punti nel 1965 e di ben

circa 15 punti nel 2002) riflette, come si vedrà più avanti, principalmente il divario nei livelli di spesa pubblica nelle due aree.

FIG. 2.1 – Evoluzione della pressione fiscale in Europa e negli Stati Uniti



Altre indicazioni interessanti si traggono dall'analisi della struttura del prelievo fiscale. Dai dati contenuti nella TAB. 2.8 emerge che la principale differenza tra USA ed Unione Europea sta nel diverso peso delle imposte indirette e dei contributi sociali. Ad esempio, nel 1999, a parità di risorse prelevate sotto forma di imposte sui redditi, pari a circa il 14% del PIL, i Paesi europei hanno prelevato in media il 12,4% del PIL sotto forma di imposte indirette, contro il 4,7% degli USA, e l'11,4% sotto forma di contributi sociali, a fronte del 6,9% degli Stati Uniti. Questa differenza sembra essersi ampliata nel corso del tempo. Dal punto di vista dell'evoluzione della struttura del gettito, si osserva che per i Paesi dell'Unione Europea le principali variazioni sono avvenute tra il 1965 e il 1975 e l'aumento della pressione fiscale è stato ottenuto prevalentemente attraverso l'aumento delle imposte dirette e dei contributi sociali. Nel 1965, le imposte sui redditi nell'UE erano inferiori, in quota di PIL, a quelle degli Stati Uniti; la situazione opposta si è verificata nel 1999. Allo stesso modo, le imposte indirette e le altre imposte sono aumentate nell'Unione Europea (dal 12,7% al 15,5% del PIL) e si sono ridotte negli USA (dal 9,8% all'7,8% del PIL).

I contributi sociali sono aumentati sia nell'Unione Europea (dal 6,3% all'11,4% del PIL) sia negli Stati Uniti (dal 3,3% al 6,9%)

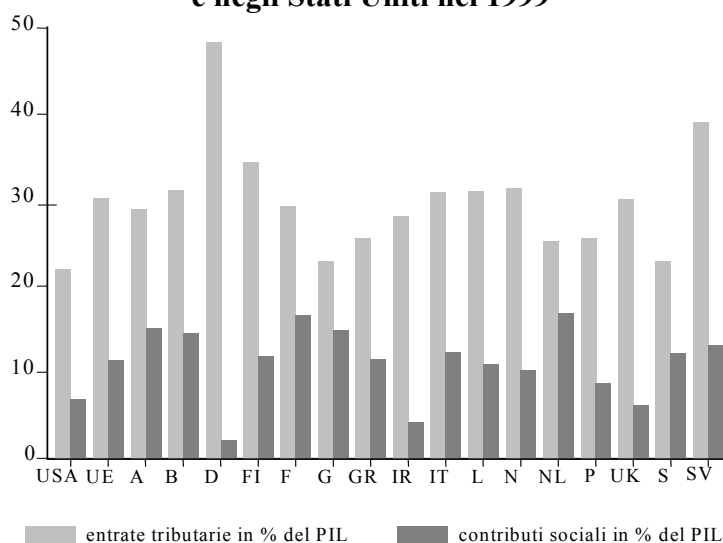
TAB. 2.8 – Composizione del gettito fiscale in Europa e negli USA (in % del PIL)

	1965		1975		1985		1999	
	UE	USA	UE	USA	UE	USA	UE	USA
Contributi sociali	6,3	3,3	9,2	5,5	10,8	6,6	11,4	6,9
Imposte sui redditi personali e sui profitti	8,8	11,9	12,1	12,4	13,5	11,8	14,7	14,2
Imposte su beni e servizi	10,3	5,6	10,4	5,3	11,9	4,9	12,4	4,7
Altre imposte	2,4	4,2	2,3	3,7	2,3	2,8	3,1	3,1
Gettito fiscale	27,8	25,0	34,0	26,9	38,5	26,1	41,6	28,9

Fonte: OCSE, *Revenue Statistics*, 1965-2000.

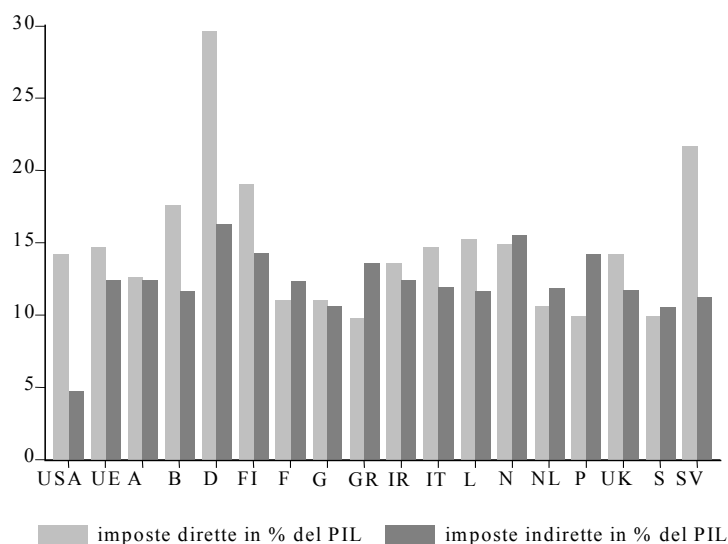
La FIG. 2.2 rappresenta il peso di entrate tributarie e contributive nei diversi Paesi considerati. Danimarca e Irlanda si differenziano per un sistema di prelievo basato per oltre l'80% sulle imposte (prelevano rispettivamente solo il 2,1% e il 4,2% del PIL sotto forma di contributi sociali); nella maggior parte degli altri Paesi europei e negli Stati Uniti, le entrate tributarie rappresentano una quota che va dal 61% al 73% delle entrate fiscali complessive; un gruppo di 5 Paesi (Francia, Paesi Bassi, Austria, Germania e Spagna) si differenzia invece per l'elevato peso dei contributi sociali, superiore al 34% del gettito fiscale totale.

FIG. 2.2 – Entrate tributarie e contributive in Europa e negli Stati Uniti nel 1999



La FIG. 2.3 rappresenta invece il mix di imposte dirette e indirette. La Danimarca si distingue per l'elevata quota delle imposte dirette sul gettito tributario complessivo (circa il 60%); il Portogallo, al contrario, si caratterizza per la struttura delle entrate tributarie incentrata prevalentemente sull'imposizione indiretta. Per la maggior parte degli altri Paesi europei, la quota delle imposte indirette sul gettito complessivo oscilla tra il 25% e il 30%.

FIG. 2.3 – Imposte dirette e indirette nei Paesi europei e negli Stati Uniti nel 1999

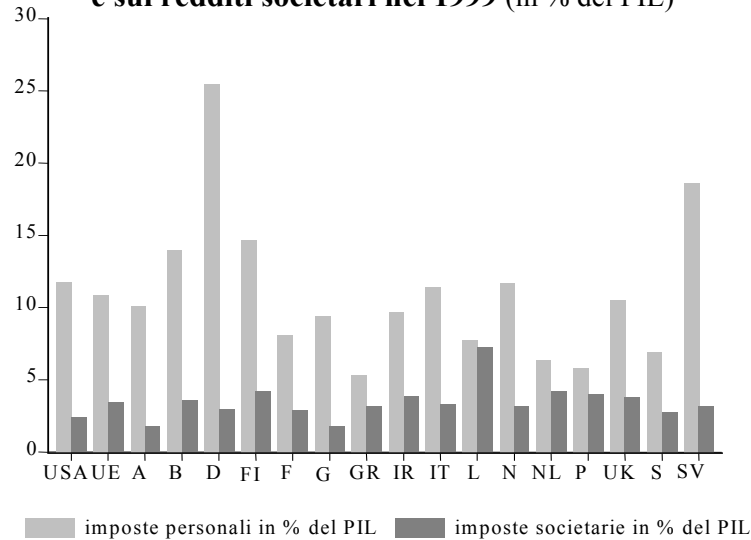


Altre considerazioni riguardano la composizione del gettito delle imposte dirette, in particolare il peso delle imposte sui redditi personali rispetto alle imposte sui redditi societari (FIG. 2.4).

In Europa, si distinguono, da un lato, la Danimarca e la Svezia per l'elevato peso delle imposte sui redditi personali; dall'altro, spiccano Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo, Grecia e Spagna, con una quota di imposte personali sul PIL notevolmente al di sotto della media.

Infine, va osservato che negli Stati Uniti le imposte patrimoniali contribuiscono al gettito complessivo per l'11% circa (nel 1999), praticamente in misura quasi doppia rispetto alla media europea, pari al 5% circa.

**FIG. 2.4 – Imposte sui redditi personali
e sui redditi societari nel 1999 (in % del PIL)**



Per quanto concerne l'imposizione indiretta, il sistema di tassazione vigente in Unione Europea è molto diverso da quello degli Stati Uniti. In Europa, le imposte generali sui consumi sono basate in prevalenza sull'IVA, che rappresenta in media circa il 60% del gettito delle imposte indirette, e in misura minore sulle imposte specifiche. Negli Stati Uniti vige un sistema basato sulle *sales taxes*, applicate a livello locale, con aliquote e basi imponibili molto differenziate.

Le spese pubbliche. In un'ottica di lungo periodo (TAB. 2.9), la spesa pubblica primaria è cresciuta a ritmi sostenuti in tutti i Paesi dell'Unione Europea; per l'Area Euro, nel 1985 assorbiva il 42,7% del PIL contro il 32,3% nel 1965. Sono gli anni dell'attuazione di importanti programmi di spesa sociale, nei settori dell'istruzione, della sanità, delle pensioni. Una spinta alla crescita della spesa proviene anche dalle politiche di sostegno dell'economia nelle fasi di recessione. A partire dagli anni '90, si osserva invece una generale tendenza alla riduzione della crescita della spesa, connessa al citato processo di riequilibrio dei conti pubblici, che ha interessato tutti i Paesi considerati.

Gli Stati Uniti costituiscono una realtà molto diversa. La dimensione del settore pubblico è di gran lunga inferiore, essendo lasciate al settore privato alcune rilevanti funzioni in campo sociale; e il divario è andato aumentando nel

corso del tempo. Nel 2000, la quota della spesa pubblica al netto degli interessi era pari al 40,9% per l'Area Euro a fronte del 25,7% negli Stati Uniti. Anche la crescita della spesa è stata molto meno intensa negli Stati Uniti, di soli 5,1 punti di PIL fra il 1965 e il 1985.

**TAB. 2.9 – Spesa pubblica al netto degli interessi
in Europa e negli Stati Uniti (in % del PIL)***

Paesi	1965	1975	1985	1995	2000
Belgio	32,2	43,4	46,2	41,0	40,0
Germania	34,6	45,8	42,7	42,6	39,7
Grecia	21,4	26,0	37,9	35,5	36,5
Spagna	19,1	23,8	37,5	38,8	34,9
Francia	37,6	41,1	49,1	49,9	47,9
Irlanda	31,0	35,7	40,5	32,2	25,5
Italia	31,7	37,7	42,8	40,8	40,2
Paesi Bassi	32,0	42,6	45,6	41,8	37,6
Austria	35,8	43,1	46,6	48,1	45,3
Portogallo	17,5	24,6	36,2	36,0	38,9
Finlandia	29,3	36,4	40,5	50,3	41,7
Area Euro	32,3	39,1	42,7	43,2	40,9
Danimarca	30,7	45,9	48,4	50,2	46,8
Svezia	31,7	45,0	51,5	55,0	49,8
Gran Bretagna	29,7	42,5	39,1	41,4	35,7
USA	23,7	29,9	28,8	28,1	25,7

Nota: * I dati di questa tabella, che sono di fonte OCSE, differiscono da quelli riportati in TAB. 2.2, che sono di fonte commissione Europea.

Fonte: Atkinson P. e van den Noord P., *Managing public expenditure: some emerging policy issues and a framework for analysis*, OCSE, Economics Department Working Papers n. 25, 2001.

Informazioni di maggiore dettaglio si traggono dalla TAB. 2.10, che illustra la composizione della spesa pubblica per categorie economiche nel 1965 e nel 2000.

La crescita dei trasferimenti e dei consumi pubblici ha interessato quasi tutti i Paesi, insieme alla crescita degli oneri per interessi passivi, causata dalla formazione di disavanzi crescenti. Per le spese in conto capitale, si rileva una tendenza alla riduzione, ad eccezione dell'Italia, che partiva da un livello molto al di sotto della media europea. Per quanto riguarda le singole categorie di spesa, occorre sottolineare che per gli Stati Uniti le spese per la sanità consistono per l'85% circa in trasferimenti (non essendoci un Servizio sanitario nazionale) e quindi, a differenza dei paesi europei, non sono classificate tra i consumi pubblici.

**TAB. 2.10 – Spesa pubblica per categorie economiche
in Europa e negli Stati Uniti (in % del PIL, anni 1965 e 2000)***

Paesi	T		S		CP		SCC		IP		Totale	
	'65	'00	'65	'00	'65	'00	'65	'00	'65	'00	'65	'00
Germania	13,0	18,6	1,2	1,7	15,0	18,8	5,4	0,4	0,7	3,4	35,3	43,0
Spagna	4,5	12,4	0,5	1,0	9,1	16,9	5,0	4,6	0,4	3,6	19,5	38,5
Francia	11,5	18,1	2,5	1,3	16,9	23,4	6,7	5,1	0,0	3,3	37,6	51,2
Italia	11,9	17,3	1,7	1,2	16,2	17,9	2,0	3,7	1,1	6,5	32,8	46,7
Area Euro	10,9	16,7	1,6	1,4	15,4	19,7	4,3	3,0	0,8	4,2	33,1	45,1
Gran Bretagna	6,9	13,1	1,6	0,5	17,2	18,3	4,1	3,8	3,8	2,7	33,5	38,4
USA	5,0	10,5	0,2	0,2	16,4	14,1	2,0	0,9	1,9	3,6	25,6	29,3

Legenda: T=trasferimenti, S=sussidi, CP=consumi pubblici, SCC=spese in conto capitale, IP=interessi passivi;

Nota: * I dati di questa tabella, che sono di fonte OCSE, differiscono da quelli riportati in TAB. 2.2, che sono di fonte commissione Europea.

Fonte: Atkinson P. e van den Noord P., *Managing public expenditure:some emerging policy issues and a framework for analysis*, OCSE, Economics Department Working Papers n. 25, 2001.

Le indicazioni più interessanti deriverebbero comunque dall'analisi della spesa pubblica per categorie funzionali, che consente di individuare i settori – sanità, previdenza, istruzione o altri – dove è più o meno rilevante l'intervento del settore pubblico.

**TAB. 2.11 – Spesa pubblica per funzioni in Europa
e negli Stati Uniti (in % del PIL, anno 1995)**

Paesi	Spese generali (Difesa, Giustizia)	Istruzione, Sanità, altri beni di merito	Spesa sociale (pensioni, altre spese)	Servizi economici
Germania	5,2	13,9	18,2	4,5
Spagna	9,9	10,6	14,9	5,9
Francia	3,3	15,2	22,5	3,1
Italia	6,5	10,2	17,9	4,6
Paesi Bassi	11,6	12,0	19,2	6,4
Austria	4,5	11,9	19,2	3,1
Portogallo	8,3	10,6	12,1	6,3
Finlandia	3,3	15,2	22,5	1,1
8 Paesi	5,8	13,1	18,9	4,3
Danimarca	6,0	16,5	20,8	5,6
Svezia	5,4	17,2	21,2	3,4
Gran Bretagna	5,4	11,5	15,6	3,3
USA	8,5	11,2	9,4	2,8

Fonte: Atkinson P. e van den Noord P., *Managing public expenditure:some emerging policy issues and a framework for analysis*, OCSE, Economics Department Working Papers n. 25, 2001; Bureau of Economic Analysis, *Survey of current business*, giugno 2000

Quest'analisi è però complicata dal fatto che i dati non sono disponibili per tutti i Paesi, non sono recentissimi, ma soprattutto sono spesso difficilmente confrontabili. Le informazioni disponibili sono comunque contenute nelle TAB. 2.11 e TAB. 2.12, che riportano i dati di spesa pubblica di un gruppo di Paesi per quattro settori funzionali, nel 1995.

Per ciò che concerne le spese generali, gli Stati Uniti si collocano ben al di sopra della media dei paesi europei considerati, a causa delle maggiori risorse destinate al settore della Difesa. La spesa per sanità, istruzione ed altri beni di merito è negli Stati Uniti poco al di sotto della media europea. All'interno dell'Unione Europea, essa varia tra il 10,2% del PIL in Italia e il 17,2% della Svezia. Ad eccezione dei Paesi scandinavi e del Portogallo, che spendono di più per l'istruzione, la maggior parte è destinata al finanziamento della sanità. In tutti i Paesi europei considerati, la spesa sociale rappresenta la quota più rilevante, che oscilla tra il 12,1% del PIL del Portogallo e il 22,5% di Francia e Finlandia. È diversa la posizione degli Stati Uniti, che si collocano con il 9,4% ben al di sotto della media degli otto Paesi considerati.

TAB. 2.12 – Spesa pubblica per sanità, istruzione e pensioni in Europa e negli Stati Uniti (in % del PIL, anno 1995)

Paesi	Sanità	Istruzione	Pensioni
Germania	8,0	4,5	10,7
Spagna	5,5	4,8	8,9
Francia	7,1	5,9	12,0
Italia	5,3	4,5	13,5
Paesi Bassi	6,5	4,6	7,5
Austria	5,7	5,3	13,1
Portogallo	4,7	5,4	7,3
Finlandia	5,6	6,6	8,9
8 Paesi	6,8	4,9	11,1
Danimarca	5,1	6,5	7,4
Svezia	5,7	6,6	8,6
Gran Bretagna	5,7	4,6	7,3
USA	5,6	5,4	6,5

Fonte: Atkinson P. e van den Noord P., *Managing public expenditure: some emerging policy issues and a framework for analysis*, OCSE, Economics Department Working Papers n. 25, 2001; Bureau of Economic Analysis, *Survey of current business*, giugno 2000

Per quanto riguarda in particolare la sanità (TAB. 2.13 e TAB. 2.14), va osservato che negli Stati Uniti, che si caratterizzano per un sistema sanitario molto vicino al modello privato, la spesa complessiva (pubblica + privata) è più elevata della media europea. Si osserva inoltre una tendenza all'aumento della componente pubblica, diversamente da quanto sta accadendo nella maggior parte dei Paesi europei.

**TAB. 2.13 – Spesa complessiva in servizi sanitari
in Europa e negli Stati Uniti (in % del PIL)**

Paesi	1980	1990	1998
Germania	8,8	8,7	10,6
Spagna	5,6	6,9	7,1
Francia	7,4	8,8	9,6
Italia	7,0	8,1	8,4
Paesi Bassi	8,3	8,8	8,6
Austria	7,7	7,2	8,2
Portogallo	5,8	6,4	7,8
Finlandia	6,4	7,9	6,9
8 Paesi	6,4	8,3	9,3
Danimarca	9,2	8,4	8,3
Svezia	9,4	8,8	8,4
Gran Bretagna	5,7	6,0	6,7
USA	8,9	12,4	13,6

Fonte: OCSE, *Health data*, 2001.

**TAB. 2.14 - Spesa sanitaria pubblica
(in % della spesa totale)**

Paesi	1980	1990	1998
Germania	78,7	76,2	74,6
Spagna	79,9	78,7	76,9
Francia	78,8	76,9	76,4
Italia	80,5	78,1	68,0
Paesi Bassi	71,7	68,7	70,4
Austria	68,8	73,5	75,0
Portogallo	64,3	65,5	66,9
Finlandia	79,0	80,9	76,3
8 Paesi	75,2	74,8	73,1
Danimarca	87,8	82,6	81,9
Svezia	92,5	89,9	83,8
Gran Bretagna	89,4	84,2	83,7
USA	41,2	39,6	44,7

Fonte: OCSE, *Health data*, 2001.

Infine, per ciò che concerne la spesa nel campo dell'istruzione, la componente pubblica varia dal 4,4% di Germania e Spagna al 6,8% della Danimarca (TAB. 2.15). La componente privata è molto bassa in tutti i Paesi europei, ad eccezione della Germania, che si avvicina alla posizione leader degli Stati Uniti.

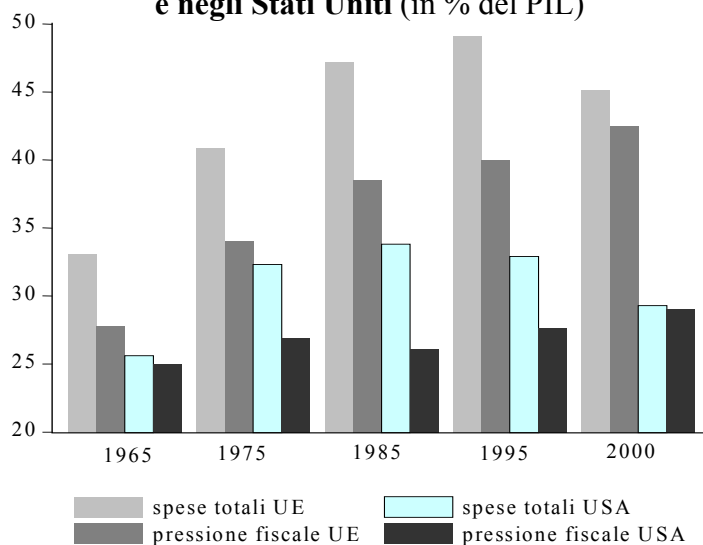
TAB. 2.15 - Spesa complessiva per l'istruzione
(in % del PIL, anno 1998)

Paesi	Pubblica	Privata	Totale
Germania	4,4	1,2	5,6
Spagna	4,4	0,8	5,2
Francia	5,9	0,4	6,3
Italia	4,8	0,2	5,0
Paesi Bassi	4,5	0,1	4,6
Austria	6,0	0,4	6,4
Portogallo	5,6	0,1	5,7
Finlandia	5,7	-	5,7
8 Paesi	4,9	0,6	5,6
Danimarca	6,8	0,4	7,2
Svezia	6,6	0,2	6,8
Gran Bretagna	4,7	0,3	5,0
USA	4,8	1,6	6,4

Fonte: OCSE, Education at a glance, 2001.

Conclusioni. Le conclusioni dell'analisi sviluppata, sia pure a grandi linee, nei paragrafi precedenti, sono sinteticamente illustrate nella FIG. 2.5, che mostra l'evoluzione di lungo periodo della spesa pubblica complessiva e della pressione fiscale in Unione Europea e negli Stati Uniti.

FIG. 2.5 – Evoluzione di entrate e spese pubbliche nell'Unione Europea e negli Stati Uniti (in % del PIL)



I sistemi di finanza pubblica delle due aree restano diversi oggi come quarant'anni fa e il divario è anzi andato aumentando nel corso del tempo. Negli Stati Uniti, le dimensioni del settore pubblico sono inferiori rispetto alla media europea; il livello della spesa pubblica primaria è oggi intorno al 31% del PIL a fronte del 44% nell'Unione Europea. Di conseguenza, negli Stati Uniti, si osserva un livello altrettanto più basso della pressione fiscale, intorno al 30%, contro il 43% circa nell'Unione Europea. La minore spesa pubblica sembra concentrata prevalentemente nel settore della spesa sociale (pensioni, sostegno dei redditi, sussidi di disoccupazione); dalle informazioni disponibili, non emergono infatti differenze rilevanti nell'entità delle risorse pubbliche (in % del PIL) destinate ad altre importanti funzioni di spesa, quali la sanità e l'istruzione; gli Stati Uniti destinano invece una maggiore quantità di risorse alla difesa nazionale e sicurezza pubblica.

Le considerazioni finora svolte forniscono al lettore un'idea generale delle principali differenze nella struttura delle entrate e spese pubbliche in Europa e negli Stati Uniti, ma non consentono di dare valutazioni sull'efficienza ed equità dei due sistemi di finanza pubblica, il che richiederebbe un'analisi molto più complessa e approfondita, che esula dagli scopi di questo capitolo.

3. LA CONGIUNTURA MONETARIA E I TASSI D'INTERESSE

Di fronte al perdurare delle difficoltà economiche in Europa, la Banca Centrale Europea ha abbassato recentemente i tassi d'interesse, avvicinandoli progressivamente ai tassi americani. Ha anche introdotto qualche modifica nelle modalità di presentazione delle analisi a sostegno delle proprie decisioni e forse anche modificato gli elementi considerati nell'assumerle. I tassi di mercato e i tassi bancari si sono adattati alle decisioni della Banca Centrale. La dinamica del credito in Europa è stazionaria (diversamente da quanto avviene in Italia, dove si presenta in leggera accelerazione) e si sta spostando verso l'operatore famiglie e verso il lungo termine, a fronte di una crescita dei depositi e della moneta ancora molto elevata. La politica monetaria deve anche considerare l'apprezzamento in corso dell'euro rispetto al dollaro, anche se non sembra che la BCE ritenga che il livello attuale dell'euro costituisca di per sé fattore di rischio per la competitività dell'economia europea. Il capitolo si conclude, come di consueto, con le nostre previsioni sull'andamento dei tassi bancari sino a fine anno.

3.1 Tassi ufficiali e aggregati monetari e creditizi*

La progressiva riduzione dell'inflazione e il permanere di una bassa crescita economica hanno spinto la Banca Centrale Europea a ridurre due volte i tassi ufficiali nel corso degli ultimi sei mesi: 25 punti base a marzo e altri 50 a giugno. Queste riduzioni sono simili a quelle adottate dalla Fed, che con due interventi tra la fine del 2002 e il giugno 2003 ha ridotto i suoi tassi ufficiali di 75 centesimi portando il rendimento dei Fed Funds (1%) al livello più basso dal 1958. Nell'assumere le proprie decisioni la BCE ha, come di consueto, fatto riferimento a variabili sia economiche sia monetarie.

Le variabili economiche. Anche la più recente analisi delle variabili economiche effettuata dalla BCE (giugno 2003) ha confermato la prospettiva di un'economia europea debole. Nel primo trimestre del 2003 la crescita del PIL è rimasta inferiore all'1% e le previsioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema

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

danno una crescita compresa tra lo 0,6% e l'1% per la fine del 2003, che dovrebbe salire a un modesto 1,1-2,1% solo nel corso dell'anno successivo (TAB. 3.1).

TAB. 3.1 - Previsioni della BCE e di altre istituzioni

Fonte	Data della previsione	Inflazione			Crescita del PIL in termini reali		
		2002	2003	2004	2002	2003	2004
BCE	Giu. 2003	2,3	1,8-2,2	0,7-1,9	0,9	0,4-1,0	1,1-2,1
Commissione Europea	Apr. 2003	2,3	2,1	1,7	0,9	1,0	2,3
FMI	Apr. 2003	2,3	2,0	1,5	0,8	1,1	2,3
OCSE	Apr. 2003	2,4	2,0	1,6	0,9	1,0	2,4
Consensus Economics	Mag. 2003	2,3	2,0	1,6	0,8	1,0	2,0
Professional Forecasters	Apr. 2003	2,2	2,0	1,7	0,9	1,0	2,1

Fonti: BCE, *Bollettino economico*, febbraio 2003, OCSE, *Economic Outlook*, dicembre 2002; FMI, *World Economic Outlook*, Settembre 2002; Commissione Europea, *Economic forecasts*, autunno 2002.

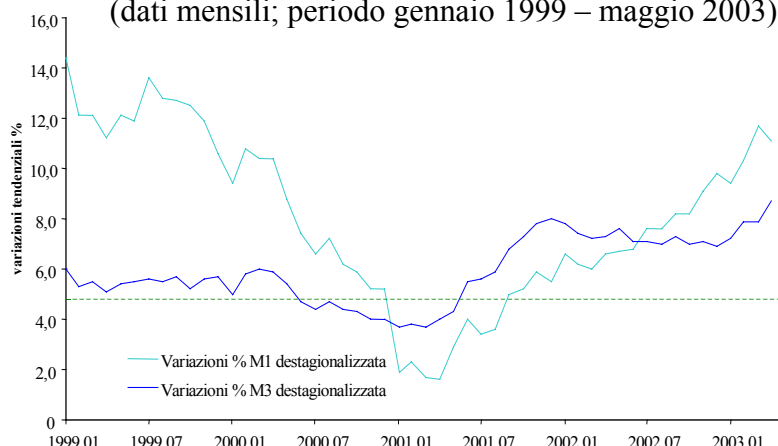
Molto più favorevole è invece l'andamento dell'inflazione, scesa ormai a maggio sotto la soglia del 2%: le attese della BCE – e degli altri previsori – sono infatti di un mantenimento dell'inflazione sotto il 2% anche nel resto dell'anno e di un ulteriore calo nel corso del 2004. La Banca Centrale Europea giustifica questa sua valutazione con la riduzione dei prezzi all'importazione, collegata alla riduzione dei prezzi petroliferi e al rafforzamento dell'euro, nonché al perdurare della debolezza economica.

Rispetto alle prospettive ed ai rischi associati alle eventualità dell'avvio di una fase deflazionistica, la posizione della Banca Centrale Europea è apparsa però meno preoccupata di quella della Federal Reserve. Mentre Greenspan ha dichiarato che esiste la possibilità di un calo sostanziale e dannoso dell'inflazione, Duisenberg argomenta che le stime effettuate dalla BCE non segnalano, almeno per il momento, un rischio di questo genere. Duisenberg, d'altronde, ha dichiarato di non ritenere rilevante, per un'unione monetaria, il manifestarsi di una riduzione dei prezzi in una o più singole regioni dell'unione, anzi aggiungendo che questo fenomeno, se si verificasse, contribuirebbe al miglioramento della competitività dell'Area Euro. La Banca Centrale Europea confida inoltre nel proprio ruolo stabilizzatore (e nella credibilità acquisita in questi primi anni di vita) per mantenere *aspettative* di crescita dei prezzi al consumo *nel medio periodo* ancorate intorno al 2%; in tale ottica un'inflazione *effettiva* bassa o sostanzialmente *nulla nel breve termine*, non rappresenterebbe un vero e proprio pericolo.

In ogni caso, le prospettive di una futura crescita dell'Area sono collegate, secondo la BCE, all'adozione di una adeguata politica monetaria e, soprattutto, all'attuazione di adatte politiche strutturali da parte dei singoli governi, con riferimento, in particolare, alle politiche di bilancio ed alle riforme dei mercati di beni e servizi e del mercato del lavoro.

Sempre secondo la nostra Banca Centrale, inoltre, l'attuale livello del tasso di cambio effettivo reale dell'euro è coerente con la sua media di lungo periodo e pertanto la competitività internazionale degli esportatori europei non dovrebbe essere particolarmente danneggiata dall'attuale livello di cambio.

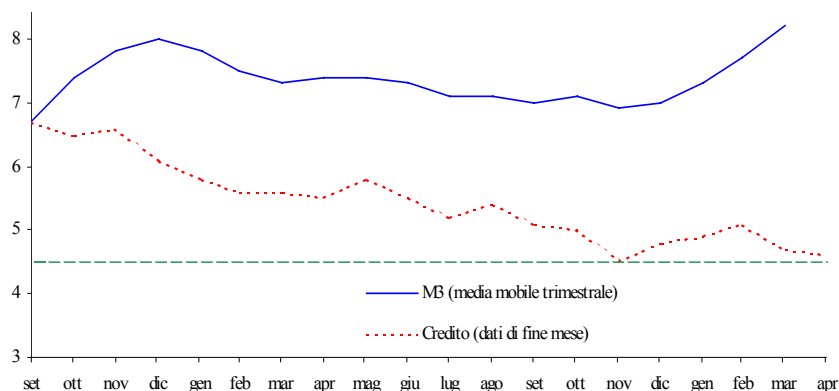
FIG. 3.1 – Variazioni tendenziali della moneta: confronto tra M1 e M3
(dati mensili; periodo gennaio 1999 – maggio 2003)



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

Le variabili monetarie. L'analisi delle variabili monetarie e creditizie ha confermato le tendenze in atto ormai da oltre un anno: la M3 continua a crescere a un valore particolarmente elevato, attorno all'8%, trainata dalla M1, che cresce al 10% (FIG. 3.1). Questo fatto non preoccupa però la Banca Centrale Europea che lo imputa alla ricomposizione dei portafogli dei residenti dell'Area Euro, i quali hanno notevolmente ridotto le acquisizioni nette degli strumenti a maggior rischio (azioni, ecc.). L'ipotesi che la forte crescita della moneta non stia per ora creando un potenziale inflazionistico sembra confermata dai dati sul credito al settore privato, la cui crescita risulta ormai assestata ai minimi degli ultimi anni (sotto il 5%) nonostante il perdurare di tassi d'interesse bassi e calanti (FIG. 3.2)

FIG. 3.2 – Crescita di M3 e del credito
(dati mensili; periodo settembre 2001 – aprile 2003)



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

3.2 Le innovazioni nella politica monetaria della Banca Centrale Europea *

Nel comunicato stampa del 9 maggio scorso, la Banca Centrale Europea ha reso noto di avere introdotto delle modifiche nell'obiettivo primario di politica monetaria e nella sua strategia.

Alla vecchia definizione di stabilità dei prezzi del 1998 - che corrispondeva a un'inflazione (misurata dalla crescita annua dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo) non negativa e inferiore al 2% nel medio periodo - è stata aggiunta la precisazione che d'ora in poi il Consiglio direttivo si prefiggerà di mantenere l'inflazione a livelli prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

Per quanto invece si riferisce alla strategia di politica monetaria, la nuova impostazione dà soprattutto rilevanza all'esame delle "variabili economiche" (definizione questa che include tutte le variabili - comprese le eventuali previsioni della BCE e degli enti specialistici - escluse quelle monetarie e creditizie) per individuare i rischi di breve-medio periodo per la stabilità dei prezzi ("analisi economica"). L'analisi delle variabili monetarie e creditizie ("analisi monetaria") viene portata al secondo posto: essa dovrebbe principalmente costituire un termine di riscontro, in una prospettiva a medio-lungo termine, per le indicazioni di breve

* A cura di G. Verga.

e medio periodo fornite dall'analisi economica. L'analisi monetaria verterà su un'ampia gamma di indicatori monetari, fra cui M3, le sue componenti e contropartite, in particolare il credito, e diverse misure dell'eccesso di liquidità; è invece accantonato il confronto tra la crescita della moneta e il suo valore di riferimento. A scopo puramente informativo, si ricordi che la vecchia versione della strategia monetaria divideva le informazioni in due pilastri, di cui il primo era il valore di riferimento della crescita della moneta (il famoso e mai rispettato 4,5%), il secondo era costituito da un insieme di variabili che ora hanno preso il nome di "variabili economiche" (RIQUADRO n. 1)

RIQUADRO n. 1 - Comunicato stampa sulla strategia di politica monetaria della BCE diffuso l'8 maggio 2003

Definizione di obiettivo di stabilità dei prezzi

La stabilità dei prezzi è definita come "un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento". ... Il Consiglio direttivo ha ... deciso che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefiggerà di mantenere l'inflazione su livelli prossimi al 2 per cento nel medio periodo. Tale precisazione sottolinea l'impegno della BCE di fornire un margine di sicurezza sufficientemente ampio a salvaguardia dai rischi di deflazione e tiene altresì conto di possibili distorsioni nella misurazione dello IAPC, nonché delle implicazioni dei differenziali di inflazione all'interno dell'area dell'euro.

Strategia di politica monetaria

Il Consiglio direttivo ha ... deciso di modificare l'impostazione della dichiarazione introduttiva del Presidente. D'ora innanzi questa esordirà con l'analisi economica, il cui fine è individuare i rischi per la stabilità dei prezzi a breve e medio termine. Come in passato, tale analisi comprenderà l'esame degli shock che colpiscono l'economia dell'area dell'euro e le proiezioni relative alle variabili macroeconomiche fondamentali. Seguirà l'analisi monetaria, il cui scopo è valutare le tendenze dell'inflazione nel medio-lungo periodo, alla luce della stretta relazione esistente fra moneta e prezzi su orizzonti temporali estesi. Questa analisi continuerà a vertere su un'ampia gamma di indicatori monetari, fra cui M3, le sue componenti e contropartite, in particolare il credito, e diverse misure dell'eccesso di liquidità.

La nuova impostazione della dichiarazione introduttiva conferirà maggiore risalto al fatto che le due prospettive offrono quadri analitici complementari a supporto della valutazione complessiva dei rischi per la stabilità dei prezzi effettuata dal Consiglio direttivo. A tale riguardo, l'analisi monetaria costituisce principalmente un termine di riscontro, in una prospettiva a medio-lungo termine, per le indicazioni di breve e medio periodo fornite dall'analisi economica.

Al fine di sottolineare la natura di lungo periodo del valore di riferimento per la crescita della moneta come *benchmark* per la valutazione degli andamenti monetari, il Consiglio direttivo ha altresì deciso di non effettuare più una revisione annuale di tale valore. Esso continuerà, tuttavia, a esaminare le condizioni e le ipotesi sottostanti alla sua derivazione.

Il giudizio degli esperti su queste modifiche della politica monetaria è stato generalmente positivo, in particolare per quanto riguarda l'obiettivo inflazionistico posto vicino al 2% e l'abbandono, *di fatto*, del confronto tra la

crescita della M3 e il valore di riferimento, da mesi diventato inutile. E' stato però anche segnalato che le innovazioni non sono sufficienti e che la conduzione della politica monetaria è ancora troppo poco trasparente. A questo proposito può essere interessante elencare le critiche degli esperti del Committee on Economic and Monetary Affairs del Parlamento Europeo ¹ (de la Dehesa, Horn, Silbert, Svensson e Wyplosz), che peraltro riflettono quelle di numerosi altri economisti:

- l'espressione "inferiore al 2% e su livelli prossimi al 2%" è ambigua in quanto è asimmetrica e non specifica l'esatto valore del target inflazionistico (Silbert, Svensson e Wyplosz). Manca inoltre l'indicazione della fascia attorno al target che la Banca Centrale considera tollerabile (de la Dehesa e Wyplosz). Sarebbe infine stato più opportuno definire l'inflazione in termini della cosiddetta core inflation (Wyplosz);
- la specificazione "nel medio periodo" relativo all'obiettivo inflazionistico è troppo vaga e riduce la trasparenza e la rendicontabilità della Banca Centrale (Wyplosz);
- nemmeno stavolta la Banca Centrale Europea ha specificato i suoi obiettivi reali, che pure costituiscono l'obiettivo secondario della politica monetaria previsto dall'art. 5 del trattato di Maastricht (Bofinger). Idem per le informazioni sulla politica del cambio e degli interventi nel mercato valutario (Bofinger).

Per quanto riguarda invece la strategia di politica monetaria la critica è più globale perché ne abbraccia tutta l'impostazione:

- la Banca si ostina a mantenere la ripartizione delle variabili in due pilastri (economiche vs/ monetarie) invece di adottare un vero e proprio approccio di *inflation targeting* (Bofinger, da la Dehesa, Wyplosz). Anche la nuova strategia, peraltro, ignora le informazioni sull'andamento di breve periodo del settore reale fornite dall'andamento degli aggregati monetari, in particolare M1 (Horn);
- la Banca Centrale Europea non dà abbastanza rilevanza alle previsioni quantitative sull'inflazione, sia proprie sia di altri enti specialistici: il confronto tra le aspettative e l'obiettivo dovrebbe invece costituire la chiara cornice di ogni discussione in tema di politica monetaria (Bofinger, Wyplosz);

¹ Si veda il sito internet http://www.europarl.eu.int/comparl/econ/emu/default_en.htm.

- l'approccio scelto dalla BCE le consente, di fatto, di mantenere riservate le sue previsioni (Wyplosz): anche dopo questa modifica i documenti ufficiali si limitano a riportare un elenco di variabili condito da un giudizio qualitativo di sintesi la cui motivazione è pressoché ignota al lettore.²

La nostra opinione su queste critiche è che, almeno in linea di principio, sono ben motivate. La definizione dell'obiettivo è formalmente incompleta e poco chiara, e anche la strategia non brilla certo per la trasparenza. Nel complesso, più che una modifica della vecchia politica monetaria, la nuova impostazione sembra semplicemente ricalcare la forma che i documenti ufficiali avevano già assunto col passare del tempo.

Detto questo, però, se si guarda *ai fatti*, alcune critiche risultano eccessive. Descrivere l'obiettivo inflazionistico come “sotto il 2% ma prossimo al 2” è certamente un modo inelegante e ambiguo di esprimersi, ma, tutto sommato non sembra che faccia molta differenza avere un obiettivo inflazionistico dell'1,8%, o dell'1,9%, piuttosto che del 2%. Analogamente, che vantaggio si avrebbe ad adottare una “fascia accettabile” attorno all'obiettivo, visto che la politica monetaria ha effetto soltanto dopo circa 1,5 - 2 anni? La “fascia accettabile” è utile se è possibile controllare l'inflazione nel breve periodo, ma, nel medio periodo, non ha molto senso fissare una fascia quando già si sa che, comunque, il vero valore si discosterà dall'obiettivo di un intervallo che, se tutto va bene, è di $\pm 0,5$ punti (si veda la TAB. 3.1 già citata). Siamo infine d'accordo che l'espressione “medio periodo” è ambigua se non viene chiaramente specificata in termini di mesi: in vari documenti ufficiosi, però, esponenti della BCE hanno lasciato trapelare che, per medio periodo, intendono un intervallo dell'ordine di un anno e mezzo, e quindi una definizione, per lo meno indicativa, c'è già.

Siamo infine perfettamente d'accordo anche sul fatto che i documenti della BCE siano troppo reticenti sulle aspettative inflazionistiche della nostra Autorità Monetaria e che la Banca non dia abbastanza rilevanza alle aspettative sue e degli altri, ma pretendere di basare la politica monetaria solo sul confronto tra obiettivo e aspettative sarebbe quanto meno pericoloso. Senza entrare in diatribe teoriche, basti osservare che, dal 1999 in avanti, le previsioni inflazionistiche di medio

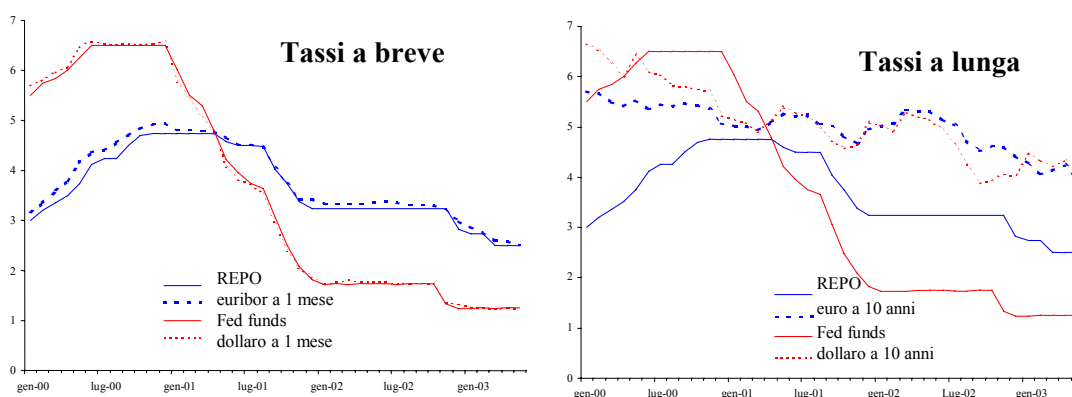
² Wyplosz arriva persino a definire “fortemente ritualizzate” le conferenze stampa del Presidente, e il loro contenuto “una litania”.

periodo sono risultate quasi sempre in linea con l'obiettivo, e ciò indipendentemente dalla fonte: in base al confronto tra aspettative e valori attesi, in questi ultimi anni la migliore politica dalla Banca Centrale Europea sarebbe quindi stata quella di ... mantenere il Repo costante !!!

3.3 I tassi di mercato, le aspettative e il cambio *

I tassi di mercato. Nel primo semestre del 2003 la discesa dei tassi ufficiali dell'euro e del dollaro ha portato con sé anche i rispettivi rendimenti a breve, coi tassi a breve americani inferiori a quelli europei (FIG. 3.3). Negli ultimi mesi l'andamento dei rendimenti di mercato a più lunga scadenza delle due aree è invece rimasto relativamente piatto e ormai i tassi risultano attestati sullo stesso livello.

FIG. 3.3 – Tassi nella zona-Euro e negli USA
(dati mensili; periodo gen. 2000 - mag. 2003;
fino all'anno interbancari, oltre titoli di Stato)

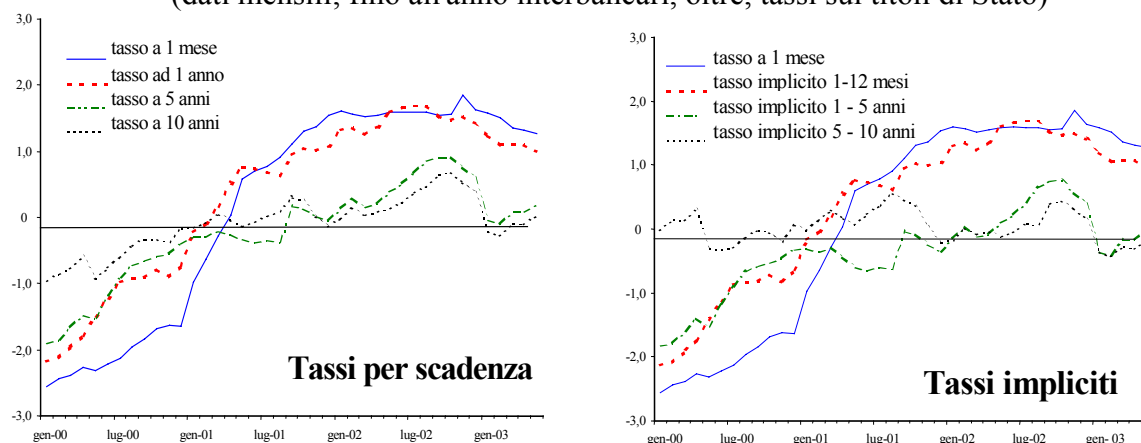


Fonte: BCE e Fed.

La progressiva riduzione del differenziale esistente tra le due aree è confermata anche dall'analisi dei differenziali dei rendimenti e dei relativi tassi impliciti (FIG. 3.4).

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

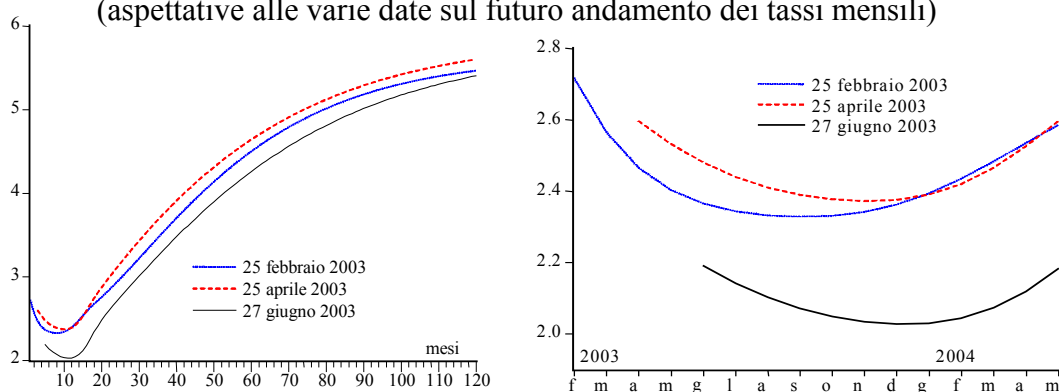
FIG. 3.4 – Differenziali Euro-USA dei tassi per scadenza e dei tassi impliciti
(dati mensili; fino all'anno interbancari, oltre, tassi sui titoli di Stato)



Fonte: BCE e Fed e nostre elaborazioni.

Le aspettative del mercato. Da febbraio a giugno le curve dei tassi impliciti mensili, che rappresentano una misura approssimativa delle aspettative del mercato sui tassi a breve, si sono ulteriormente spostate verso il basso (FIG. 3.5).

FIG. 3.5 – Struttura dei tassi impliciti mensili
(aspettative alle varie date sul futuro andamento dei tassi mensili)



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

Il movimento, che ha riguardato anche il tratto più lontano della curva, è quello tipico di situazioni in cui alla diminuzione dei tassi attesi si sovrappone un peggioramento delle prospettive di crescita economica. Queste aspettative sono la conseguenza delle notizie non positive sullo sviluppo del settore reale che accompagnano la riduzione dell'inflazione: per la prima volta dopo tanti anni è

infatti riapparsa, nei dibattiti economici e politici, la parola “deflazione”. La stessa BCE, comunque, è sembrata più preoccupata del solito per l’andamento del settore reale: le stesse espressioni usate da Duisenberg nei documenti ufficiali (“rischi al ribasso per la crescita”, “necessità di attento monitoraggio” ecc., oltre allo scarso uso del rassicurante termine “appropriato” che nelle situazioni più tranquille definisce lo stato della politica monetaria) rivelano l’insoddisfazione e le perplessità del Consiglio Direttivo riguardo l’evolversi della situazione economica (TAB. 3.2).

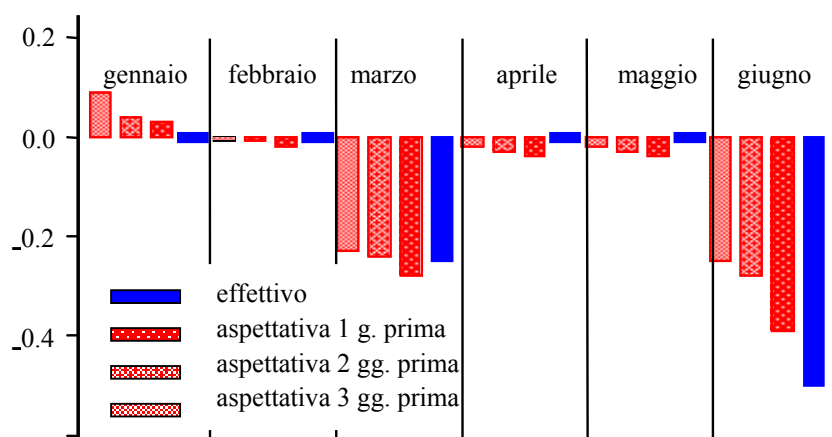
TAB. 3.2 – Sintesi dei documenti ufficiali della BCE

Documento	Sintesi	Decisione
Conferenza stampa Frankfurt, 9 gennaio 2003	Le prospettive di stabilità dei prezzi nel medio periodo non sono mutate (not changed). Giudichiamo che l’attuale stato della politica monetaria sia appropriato (appropriate) per mantenere una prospettiva favorevole alla stabilità dei prezzi di medio periodo.	Il Repo resta al 2,75
Testimonianza, Brussels, 17 febbraio 2003	// ... Per concludere, ci sono ancora rischi al ribasso (downside risks) nelle prospettive sull’attività economica dell’Area Euro.	Il Repo resta al 2,75
Conferenza stampa, Frankfurt, 6 marzo 2003	... le prospettive sulla stabilità dei prezzi nel medio periodo sono migliorate (improved) negli ultimi mesi, in particolare grazie alla modesta crescita economica e all’apprezzamento dell’euro.	Il Repo scende al 2,50 (-0,25)
Conferenza stampa, Roma, 3 aprile 2003	Nel complesso, rimangono validi (remain in place) gli elementi base della nostra valutazione del 6 marzo sulle prospettive della stabilità dei prezzi // L’attuale stato della politica monetaria è coerente (consistent) col mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo. Continueremo ... a monitorare con attenzione gli eventi (to monitor events carefully) e a valutarli alla luce del nostro mandato.	Il Repo resta al 2,50
Conferenza stampa, Frankfurt, 8 maggio 2003	... l’attuale posizione della politica monetaria rimane coerente (consistent) col mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo. ... Il Consiglio Direttivo monitorerà attentamente (carefully monitor) i futuri sviluppi e stabilirà se continuano a svilupparsi favorevolmente le condizioni per la stabilità dei prezzi.	Il Repo resta al 2,50
Conferenza stampa, Frankfurt, 5 giugno 2003.	... Sono significativamente migliorate le prospettive per la stabilità dei prezzi nel medio periodo... e pertanto abbiamo deciso di ridurre i tassi chiave di 50 punti base ... Nello stesso tempo, questa riduzione del tasso tiene conto dei rischi al ribasso per la crescita economica. Il Consiglio Direttivo continuerà a monitorare attentamente (monitor carefully) tutti i fattori rilevanti per le sue valutazioni	Il Repo scende al 2% (-0,50)

Nota: nostra traduzione.

Le cattive notizie sulla crescita economica e i “segnali” provenienti dalla BCE sono stati ben compresi dagli operatori che, nei giorni immediatamente precedenti le riunioni del Consiglio Direttivo, hanno sempre correttamente previsto le successive decisioni, pur se l’entità della manovra di giugno era stata inizialmente sottovalutata (FIG. 3.6).

FIG. 3.6 – Le previsioni degli operatori sulle variazioni del Repo
(aspettative nei tre giorni precedenti le riunioni del Consiglio Direttivo)



Fonte: Datastream, e nostre elaborazioni;

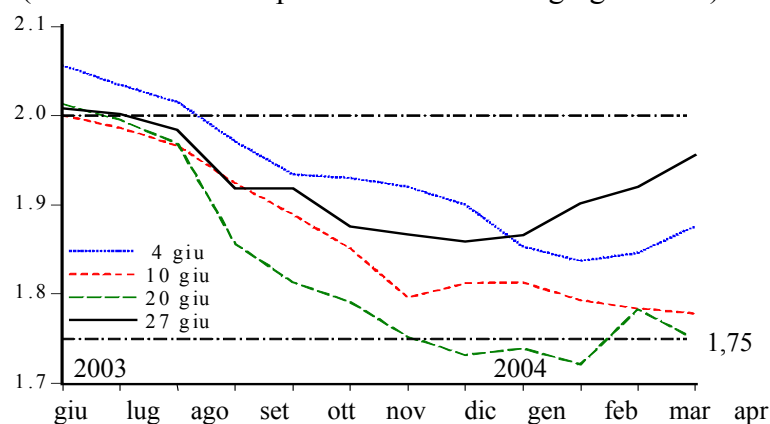
Nota: le previsioni sono poste uguali alla differenza tra l’Euribor a 1 mese e il Repo, diminuita di 0,15 (il valore medio dello spread).

A giugno, comunque, lo spostamento della curva dei tassi impliciti ha subito un contromovimento nell’ultima parte del mese, come risulta particolarmente evidente della FIG. 3.7, che riporta le curve a cavallo della riduzione del Repo del 6 giugno e della riduzione di 25 punti base decisa dalla Fed il 25 giugno. Già il 10 giugno erano presenti aspettative al ribasso sui tassi a breve, con un tasso implicito in discesa all’1,8% per dicembre 2003. Il 20 giugno il tasso implicito a un mese indicava, sempre per dicembre 2003, un tasso dell’1,75%. Dopo la decisione della Fed, la tendenza al ribasso si è significativamente ridimensionata, ritornando vicina al livello di inizio mese. Prima di allora il confronto tra i tassi impliciti e il Repo segnalava l’aspettativa di un’ulteriore riduzione di 0,25 punti base nella seconda parte del 2003. A questo avevano anche contribuito le dichiarazioni ufficiali della BCE che anche dopo la riduzione di 50 punti base del 5 giugno non definivano ancora come “appropriato” lo stato della politica monetaria, e parlavano invece di “attento monitoraggio” delle variabili

economiche, espressione quest'ultima normalmente tipica di una tendenza ribassista.³

Dopo la decisione della Fed, che ha ridotto i tassi di 25 punti base e non 50 come molti si attendevano, il mercato ha comunque un po' ridimensionato le sue aspettative. Ora (27 giugno 2003), gli operatori sembrano attribuire alla riduzione del Repo soltanto circa il 50% circa di probabilità (FIG. 3.7).

FIG. 3.7 – Aspettative sull'Euribor a 1 mese e possibili livelli del Repo
(evoluzione della aspettative nel mese di giugno 2003)



Fonte: *Il Sole 24Ore*, vari numeri e nostre elaborazioni.

Nota: le aspettative sono ipotizzate uguali al tasso implicito (grezzo); per facilitare il confronto col Repo, il tasso implicito è stato ridotto di 0,15 punti base corrispondenti al valore medio dello *spread* tra i due tassi.

³ Si veda però la Conferenza Stampa di Duisenberg del 5 giugno, Sezione *Questions and Answers*. Domanda: "Sig. Duisenberg, il comunicato non dice che i tassi siano appropriati e molti interpreteranno questo fatto nel senso che resta aperta la porta per futuri tagli: è giusta questa interpretazione?" Duisenberg: "No, non è l'interpretazione giusta. Che non si dica che i tassi siano appropriati non è poi tanto raro. Ma, se intendete fare la vostra solita domanda "avete qualche preciso orientamento?", la risposta è "no". Domanda: "Ci dobbiamo aspettare altri tagli nei tassi?" Duisenberg: "Mi pare di aver già risposto a questa domanda. Non ho alcun orientamento al riguardo. Ho solo detto che "monitoreremo la situazione e agiremo". Se vuole sentire la parola "appropriato", allora aspetti che i tempi siano maturi." (Nostra traduzione; virgolette nell'originale).

Le nostre previsioni sull'andamento del Repo. Effettuare previsioni sul futuro andamento del Repo è attualmente molto più difficile che solo un mese fa. Le tre metodologie alternative utilizzate nello scorso numero dell'*Osservatorio* (le aspettative del mercato deducibili dal differenziale fra i tassi impliciti dell'Euribor a un mese atteso e il valore corrente del Repo, l'analisi dei documenti ufficiali e lo studio econometrico sulle principali variabili economiche⁴), e che allora erano state impiegate con un certo successo, dopo l'intervento del 5 giugno danno indicazioni ambigue e non perfettamente coerenti fra loro.

Come già affermato in precedenza, le stesse aspettative degli operatori sono diventate piuttosto incerte perché danno un 50% circa di probabilità di riduzione del tasso ufficiale (presumibilmente tra ottobre e dicembre).

Per quanto riguarda i documenti della BCE, il Comunicato stampa del 5 giugno ha definito la situazione economica, anche dopo l'ultimo ribasso del tasso, caratterizzata da un rischio al ribasso (*downside risk*). La portata di questa espressione, che in fase depressiva segnala normalmente un probabile futuro ribasso del Repo, stavolta è stata attenuata dallo stesso Presidente il quale, in risposta a una precisa domanda in proposito, ha sostenuto che, al momento, la Banca non ha alcun preciso orientamento e si limita a monitorare la situazione, pronta ad agire in caso di necessità (cfr. la nota precedente). Di contro l'analisi econometrica applicata alle principali variabili economiche segnala ancora un'elevata probabilità di riduzione del Repo dopo l'estate. Quest'analisi, però, si basa sugli ultimi valori disponibili delle variabili economiche più rilevanti e, ovviamente, le indicazioni possono mutare col giungere di nuove informazioni.

La Banca Centrale Europea basa infatti le sue decisioni sull'andamento di un ampio numero di variabili economiche (vedi la TAB. 3.3, per la loro evoluzione nel 2003), e le riduzioni del Repo degli ultimi mesi sembrano effettivamente rispondere a una progressiva riduzione del tasso d'inflazione e a un peggioramento nell'economia reale.

Di fronte a tutte queste indicazioni non particolarmente coerenti, la nostra ipotesi è di una riduzione del Repo di 25 punti base a ottobre o novembre (e questa – se ci sarà – dovrebbe essere l'ultima della nostra storia). Va però segnalato che questa previsione è molto incerta: la riduzione del Repo potrebbe

⁴ Cfr. G. Verga e G. Campanini, *Le principali variabili economiche e il comportamento della Banca Centrale Europea*, W.P., 2003. I metodi utilizzati sono l'analisi discriminante e le regressioni OLS e ordinali.

benissimo non esserci in caso di ripresa dell'economia, e anche la data suggerita per l'intervento non ha una probabilità elevata perché, in base alle attuali informazioni, tutti i mesi da settembre in avanti potrebbero essere adatti. Qualche ulteriore notizia potrebbe arrivare dalla riunione del Consiglio Direttivo che si terrà tra qualche giorno.

Per quanto riguarda l'Euribor a 1 mese le previsioni sono di un'ulteriore flessione che tenderà ad esaurirsi negli ultimi mesi dell'anno. Nei primi mesi del 2004 il tasso a breve dovrebbe mantenere una certa stabilità di fondo per poi tendere a crescere nei mesi successivi.

TAB. 3.3 – Evoluzione dei principali indicatori

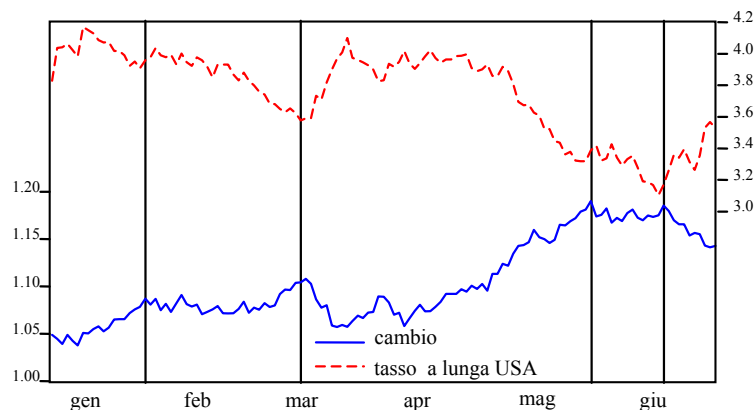
Variabili	Valore disponibile più recente					
	Gen	Feb	Mar	Apr	Mag	Giu
Repo	2,75	2,75	2,50	2,50	2,50	2,00
Δ Repo	0,00	0,00	-0,25	0,00	0,00	-0,50
Δ% prezzi al consumo	2,30	2,20	2,30	2,40	2,10	1,90
Δ% prezzi beni industriali (non energetici)	1,30	1,30	0,60	0,70	0,80	0,80
cambio \$/€	1,02	1,06	1,08	1,08	1,08	1,16
Δ% cambio \$/€	14,11	20,25	23,82	23,43	22,48	26,28
Δ% produzione industriale destagionalizzata	-0,76	2,80	-1,00	1,20	2,10	0,20
Δ% produzione manifatturiera	0,40	3,30	-0,40	1,00	1,10	0,60
Δ% PIL	0,80	0,90	1,30	1,30	1,30	0,80
Indice del clima economico	98,60	98,20	98,40	97,80	98,10	98,00
Δ% indice del clima economico	-0,10	-0,71	-0,51	-1,41	-1,01	-1,51
Ns. indice sintetico della capacità utilizzata (effettivo)	-0,77	-0,66	-1,28	-1,15	-0,83	-1,34
Ns. indice sintetico della capacità utilizzata (prospettico)	-0,80	-0,93	-1,41	-1,35	-1,00	-1,40

Nota: Le variazioni percentuali sono calcolate su base annua;

Fonte: BCE e nostre elaborazioni.

Il cambio. L'euro ha continuato a rivalutarsi nei confronti del dollaro durante tutto il primo semestre del 2003, e solo a giugno ha dato qualche segno di flessione (FIG 3.8).

FIG. 3.8 – Andamento del cambio dollaro/euro e dei tassi a lunga USA
(dati giornalieri, periodo 1 gennaio – 30 giugno 2003)



Fonte: Datastream.

Una ripresa dell'euro era in realtà prevista da tempo, ma l'importo è risultato più elevato delle attese e già sono numerosi gli studi che cercano di analizzare il fenomeno.⁵ I motivi alla base di quanto accaduto sono numerosi. Alcuni sono di tipo strutturale, altri solo contingenti. Come in altri casi del genere, comunque, alcune cause vanno ricercate nel mutato atteggiamento degli investitori.

Un motivo strutturale è il continuo accumularsi dei deficit delle partite correnti USA, che ha dettato perplessità sulla capacità di tenuta della valuta americana; il tutto peggiorato dal fatto che sotto la presidenza Bush si sono sommati anche i deficit del bilancio federale.⁶

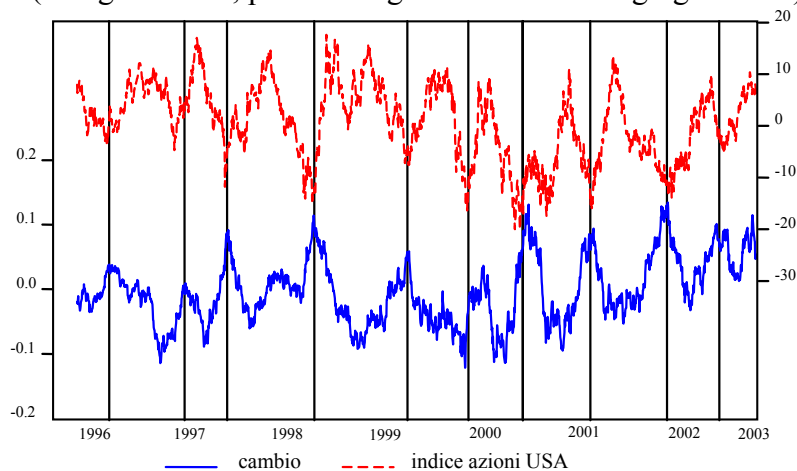
A questo si è aggiunto il fatto che l'incertezza sull'economia USA ha ridotto l'interesse estero per gli investimenti reali, sia diretti che azionari, negli Stati Uniti. Ne è derivato un indebolimento della relazione tra il cambio dollaro/euro e i prezzi delle azioni (FIG. 3.9): il timore degli investimenti reali in genere fa sì che gli investitori siano più propensi ad acquistare titoli di reddito fisso che azioni. E' così salito il peso degli investimenti monetari/obbligazionari rispetto a quello degli investimenti reali, invertendo – almeno per ora - una situazione che durava da diversi anni. In queste condizioni, anche un miglioramento

⁵ In particolare, si veda l'interessantissima analisi di S.C.W.Eijffinger, "The conduct of monetary policy and an evaluation of the economic situation in Europe - 2nd quarter 2003" (may 2003) sito internet http://www.europarl.eu.int/comparl/econ/emu/default_en.htm

⁶ Secondo alcuni articoli di esperti apparsi sulla stampa nelle ultime settimane, il cambio dollaro/euro dovrebbe d'ora in poi oscillare nella fascia 1,10-1,39.

delle aspettative sulla borsa americana non dà luogo a significativi investimenti verso quel mercato; gli investitori sono infatti diventati più sensibili a quanto succede nel reddito fisso ed infatti, come la FIG. 3.8 dimostra, l'andamento del dollaro degli ultimi mesi è risultato molto più sensibile all'andamento dei rendimenti obbligazionari (bassi rendimenti negli USA, euro più forte sul dollaro). D'altra parte, per quanto riguarda il reddito fisso (e in particolare per gli investimenti a breve – media scadenza), i rendimenti europei sono molto più convenienti di quelli americani.

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 – 30 giugno 2003)



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

Fonte: nostre elaborazioni dati Datastream.

A tutto questo si aggiungono altri fenomeni, che concorrono a spiegare il rafforzamento dell'euro:

- l'acquisto di euro da parte di alcune banche centrali che stanno modificando la composizione del loro portafoglio valutario che, al momento, contiene una percentuale insufficiente della valuta europea;
- il comportamento sul mercato dei cambi degli operatori “*chartist*” che hanno acquistato euro (venduto dollari) solo perché la nostra valuta si rafforzava e i segnali forniti dall'analisi tecnica consigliavano ulteriori acquisti;
- l'attività della stessa BCE nel mercato del cambio, in alcuni mesi ha *di fatto* permesso un rafforzamento della nostra valuta: nei primi tre mesi di quest'anno (unici dati al momento disponibili) la Banca ha ridotto le sue riserve valutarie

(cioè ha venduto valuta) per 11,9 miliardi di euro, contribuendo con questo all'ulteriore rafforzamento del cambio.

Quest'ultimo punto ha lasciato perplesso più di un esperto. Con un'economia europea che non decolla e l'inflazione in discesa, una domanda che molti si pongono - e alla quale la BCE non ha sinora dato risposta - è perché la Banca Centrale si sia comportata in questo modo. Anche se non sappiamo ancora che cosa sia avvenuto nei mesi successivi, sembra corretta la richiesta di alcuni esperti del *Committee on Economic and Monetary Affairs* del Parlamento Europeo per una maggiore trasparenza riguardo alla politica valutaria.

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

Nel primo quadrimestre del 2003 si è assistito a una crescita degli impieghi bancari più sostenuta di quella registrata nell'ultimo quadrimestre 2002 e a un rallentamento della dinamica della raccolta diretta. E' proseguita la discesa dei tassi di interesse sia attivi sia passivi a cui si accompagna una riduzione al di sotto del 3% della forbice complessiva tra i tassi.

Gli impieghi. Dopo un lungo periodo in cui i tassi di variazione degli impieghi bancari avevano fatto registrare valori sempre più bassi, nel gennaio di quest'anno si è avuta un'inversione di tendenza con una ripresa della dinamica dei prestiti. Il tasso di variazione relativo al totale degli impieghi è passato dal 5,6% di dicembre 2002 al 6,8% di aprile 2003 (TAB. 3.4). Significativamente più contenuta la dinamica degli impieghi vivi, cresciuti del 5,9% a dicembre e del 6,1% ad aprile, andamento che suggerisce un'accentuazione della rischiosità del portafoglio prestiti delle banche e un incremento delle sofferenze. A questo riguardo, si rileva che già a partire da maggio 2002 i tassi di variazione delle sofferenze sono tornati positivi, anche a motivo del minor numero di cartolarizzazioni, e nel mese di marzo si osserva un'ulteriore accelerazione (+4%), imputabile sia al settore famiglie (che passa tra febbraio e marzo dal 3,1% al 5,7%) sia a quello delle imprese (dal 2,4% al 3,5%); ciò nonostante il rapporto sul totale degli impieghi appare ancora piuttosto contenuto (4,5%).

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

La crescita dei prestiti è quasi interamente imputabile alla componente a medio lungo termine che ad aprile aumenta dell'11,1%, a fronte di prestiti a breve che restano sostanzialmente invariati (+0,9%). Andamenti divergenti relativamente alle due componenti del credito si erano già evidenziati lo scorso anno, con una domanda sostenuta di mutui per l'acquisto e la ristrutturazione di immobili e una ridotta domanda di credito da parte delle imprese, con un aumento del rischio incorporato nel portafoglio prestiti che riduce la disponibilità ad offrire credito alle imprese. A questo riguardo la Survey sulle politiche creditizie svolta nei mesi di gennaio e maggio 2003 dalla BCE su un campione di grandi banche europee conferma che tra la fine del 2002 e i primi mesi dell'anno in corso un certo numero di banche ha effettivamente inasprito i criteri di erogazione del credito alle imprese, ampliando il premio al rischio richiesto. Si tratta di un fenomeno che non dovrebbe destare timori di razionamento, dal momento che la maggior parte delle banche del campione investigato ha dichiarato di non voler attuare nei prossimi mesi comportamenti ulteriormente restrittivi.

TAB. 3.4 – Tassi di variazione annua delle principali voci dell'attivo delle banche italiane

		Impieghi				Portafoglio titoli		Sofferenze	
		Totali	Vivi			Titoli di Stato italiani	Altri titoli	Tasso variaz.	Soffer./totale impieghi
			Totali	a breve	a M/L				
2002	Apr	4,6	5,8	0,6	11,3	-6,5	15,4	-13,4	4,6
	Ago	5,3	5,4	0,6	10,2	-14,3	18,9	1,9	4,6
	Dic	5,6	5,9	0,3	11,5	-19,8	17,2	2,1	4,5
2003	Gen	6,8	6,0	0,5	11,6	-20,9	17,3	2,2	4,5
	Feb	7,2	6,6	0,8	12,4	-20,7	14,0	2,6	4,5
	Mar	6,5	6,2	0,9	11,3	-24,8	9,8	4,0	4,5
	Apr	6,8	6,1	0,9	11,1	-	-	-	-

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

La contenuta crescita del credito bancario alle imprese è in parte compensata dall'aumento delle sottoscrizioni da parte delle stesse banche di titoli *corporate*, il cui peso nel portafoglio titoli degli intermediari bancari è cresciuto nel quadrimestre a tassi mediamente superiori al 10% al mese. In continua diminuzione viceversa gli investimenti bancari in titoli di Stato che, considerati i bassissimi rendimenti, vengono detenuti principalmente a fini di liquidità.

La raccolta. La perdurante instabilità dei mercati finanziari e i bassi livelli dei rendimenti corrisposti sui titoli di Stato hanno favorito anche nel primo quadrimestre dell'anno l'andamento della raccolta bancaria, che tuttavia cresce a ritmi più contenuti rispetto all'anno scorso (+6,0% ad aprile rispetto al +8,8% di dicembre 2002; si veda la TAB. 3.5) presumibilmente a motivo della minore disponibilità di fondi nelle mani delle famiglie che risentono negativamente dello sfavorevole quadro congiunturale. Tra gli strumenti che alimentano la crescita si confermano i depositi in c/c, che aumentano ad aprile del 9,2%, e le obbligazioni, per le quali si registra peraltro una crescita inferiore ai precedenti quadrimestri (+7,9% a fine aprile contro +9,9% di dicembre). In calo a partire da febbraio le operazioni di pronti contro termine, la cui appetibilità appare piuttosto limitata in considerazione dei bassi rendimenti dei titoli di Stato.

TAB. 3.5 – 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			Totali	di cui gestita:
2002 Apr	8,8	12,4	-10,8	7,7	6,7	10,3	9,3	7,3	-8,3
Ago	7,8	11,6	-8,4	10,0	0,6	10,6	8,8	8,8	-13,5
Dic	8,2	9,4	-12,5	8,0	17,2	9,9	8,8	-2,7	-10,2
2003 Gen	5,6	7,7	-13,9	6,9	6,6	9,3	6,9	-3,4	-10,9
Feb	4,3	7,3	-14,7	7,3	-0,6	8,4	5,7	-4,2	-10,1
Mar	4,0	9,1	-13,5	6,0	-11,4	8,3	5,5	-6,7	-11,8
Apr	5,0	9,2	-11,7	6,2	-7,3	7,9	6,0		

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

Il clima di sfiducia e la disaffezione dei risparmiatori nei confronti dei mercati finanziari hanno influenzato a partire da dicembre 2002 l'andamento della raccolta indiretta che dopo anni di costante crescita mostra tassi di variazione negativi (-6,7% a marzo). Anche l'ammontare dei prodotti di risparmio gestito collocati dalle banche continuano a diminuire a ritmi molto sostenuti (-11,8% a marzo), sebbene taluni intermediari abbiano con grande cautela iniziato a reindirizzare i risparmiatori verso questa tipologia di investimento.

Tassi attivi. Nel primo quadrimestre del 2003 i tassi di interesse praticati dalle banche hanno continuato a ridursi, riflettendo l'orientamento espansivo della politica monetaria e la diminuzione dei rendimenti di mercato. Tra dicembre 2002 e lo scorso aprile, il tasso medio stimato per il complesso degli impieghi⁷ ha perso 45 centesimi, fino al minimo storico del 5,00%. Tale diminuzione è verosimilmente destinata a proseguire, in quanto le più aggiornate rilevazioni qui commentate non incorporano ancora il taglio dei tassi ufficiali effettuato dalla BCE in giugno.

TAB. 3.6 – Tassi attivi (sui crediti in euro)

	A breve			A medio-lungo		
	c/c	Min.	Medio	sulle consist.	sulle nuove erogazioni	
					alle imprese	alle famiglie
2002 Apr	6,69	3,48	5,75	5,50	4,73	5,94
Ago	6,75	3,50	5,79	5,48	4,93	6,08
Dic	6,62	3,28	5,65	5,27	4,42	5,36
2003 Gen	6,56	3,15	5,54	5,05	4,39	5,50
Feb	6,54	3,03	5,47	5,06	4,30	5,47
Mar	6,46	2,89	5,31	4,99	4,23	5,33
Apr	6,33	2,74	5,17	4,86	4,11	5,25
30-Apr-03	6,25	2,72	5,10			
10-Mag-03	6,40	2,73	5,21			
20-Mag-03	6,31	2,72	5,15			

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

In particolare, si osserva (TAB. 3.6) che il tasso a breve termine è sceso, nella media di aprile, al 5,17%, 48 centesimi in meno rispetto a dicembre. Nonostante il conseguimento di questo minimo storico, si rileva un certo ritardo nell'adeguamento del tasso in questione ai movimenti del mercato monetario così come indica l'ampliamento del mark-up nel periodo dicembre-marzo. Inoltre, le stime preliminari sul tasso medio relativo al mese di maggio (5,16%; fonte: ABI) suggeriscono una fase di consolidamento sui livelli conseguiti e confermano che il calo del tasso di *policy*, di 75 punti tra novembre e marzo, è stato incorporato all'80% nel prezzo del credito a breve termine. Tale circostanza, anche accompagnata dall'aumento del differenziale tra tasso medio e tasso minimo,

⁷ Media ponderata con i rispettivi volumi tra tasso sugli impieghi in euro a breve e tasso sugli impieghi in euro a medio-lungo termine.

sembrerebbe riflettere un legame più stretto tra il prezzo dei prestiti fissato dalle banche e un inasprimento delle condizioni di *pricing* dovuto alla percezione di maggiore rischio nell'attuale fase congiunturale negativa.

Il tasso applicato ai finanziamenti a prorata scadenza ha manifestato nel corso del quadrimestre una più contenuta flessione (-41 centesimi) rispetto al comparto a breve raggiungendo il 4,86% a fine aprile, e ciò sostanzialmente in sintonia con l'andamento dei rendimenti obbligazionari. La riduzione dei tassi a medio-lungo termine è stata ancora più contenuta se si considerano solo le nuove erogazioni alle imprese e alle famiglie consumatrici, rispettivamente -31 e -11 centesimi su dicembre. Con riferimento a queste ultime, in aprile si rileva una diminuzione del costo dei finanziamenti di quasi 70 punti base in ragione d'anno, fatto che unitamente alla sostenuta crescita dei prestiti a medio-lungo termine erogati dal sistema conferma la forte competizione in atto tra le banche nel comparto dei mutui casa.

Tassi passivi. Nel periodo in esame anche il costo della provvista ha toccati nuovi minimi, sebbene si rilevi una certa vischiosità dei tassi sui depositi che si spiega presumibilmente con i già molto bassi livelli di partenza. Più in dettaglio, il tasso mediamente corrisposto dalle banche sul totale dei depositi ha toccato in aprile (TAB. 3.7) l'1,03% (invariato nelle stime ABI di maggio), con un calo di 27 centesimi in 4 mesi, mentre quello sui c/c è sceso a fine aprile al di sotto del punto percentuale. Il movimento al ribasso si è segnalato particolarmente significativo (-0,52%) per la remunerazione dei depositi della clientela migliore, il cui scarto rispetto alla media risultava in aprile inferiore a 160 punti base che si confrontano con i 183 del dicembre 2002; ciò è comprensibile alla luce dei più elevati tassi originariamente corrisposti a questa tipologia di clientela che hanno consentito alle banche maggiori spazi di riduzione.

In parallelo, il tasso sulle obbligazioni in essere si è ridotto di quasi 30 centesimi, fino al 3,61%, mentre quello sulle nuove emissioni a tasso fisso è diminuito di 59 centesimi. Alla fine del primo quadrimestre si stima quindi un complessivo costo medio della raccolta⁸ pari 2,03%, in flessione di 26 centesimi rispetto alla fine dell'anno.

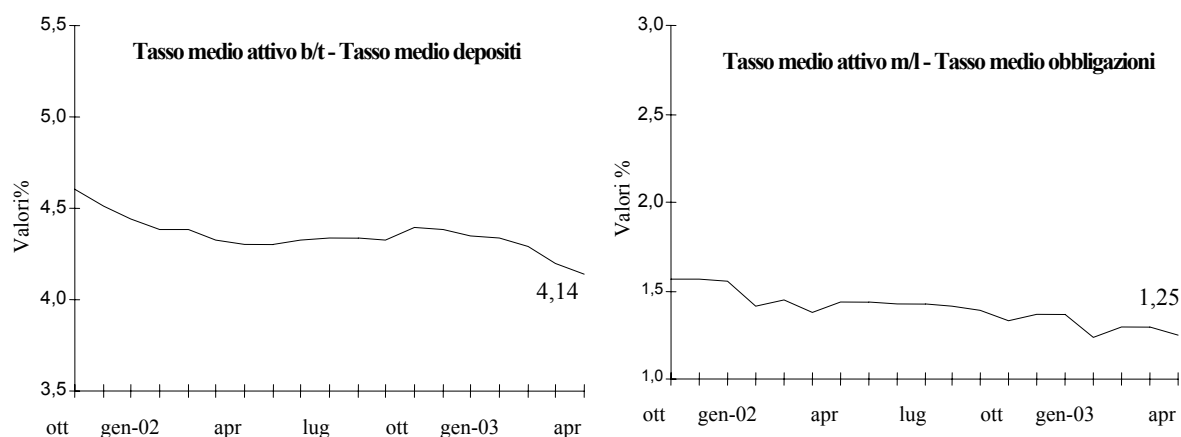
⁸ Media ponderata con i rispettivi volumi tra tasso sui depositi in euro e tasso sulle obbligazioni in essere.

TAB. 3.7 – Tassi passivi (sui depositi in euro)

	Depositi				Obbligazioni		
	c/c	CD	Max Depositi	Medio Depositi	Medio consist.	Emissioni	
						Tasso fisso	Tasso var.
2002 Apr	1,39	2,92	3,32	1,45	4,07	3,92	3,61
Ago	1,40	2,83	3,33	1,45	4,07	3,78	3,64
Dic	1,25	2,72	3,13	1,30	3,90	3,38	
2003 Gen	1,15	2,66	2,96	1,20	3,81	3,23	
Feb	1,12	2,58	2,87	1,18	3,76	3,16	
Mar	1,05	2,49	2,76	1,11	3,70	2,94	
Apr	0,98	2,40	2,61	1,03	3,61	2,79	
30-Apr-03	0,97	2,36	2,60	1,02			
10-Mag-03	0,97	2,33	2,59	1,02			
20-Mag-03	1,00	2,32	2,60	1,04			

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

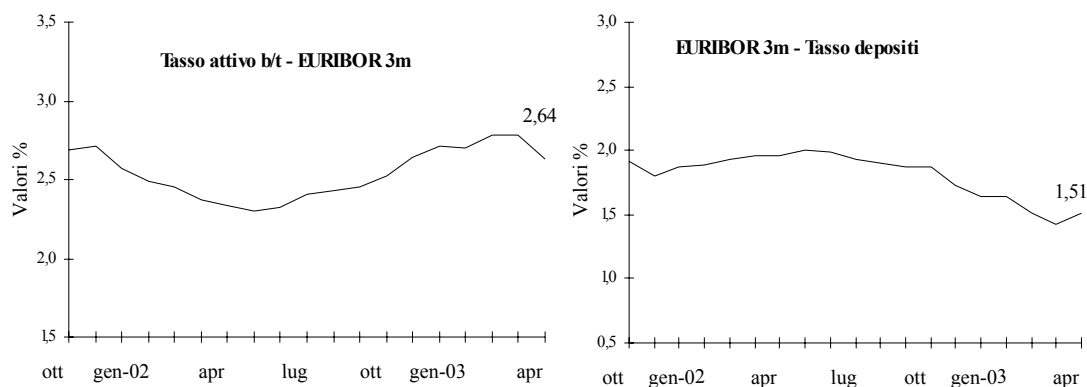
Gli spread. Per effetto degli andamenti descritti di tassi attivi e passivi, la stima della forbice complessiva⁹ con clientela ordinaria, al 3,16% a dicembre, è scesa in aprile al 2,97%. La sua componente a breve termine (tasso attivo a breve – tasso depositi), è passata, nello stesso periodo, dal 4,35% al 4,14%, mentre quella a più lunga scadenza (tasso attivo a medio-lungo – obbligazioni) ha ceduto 12 centesimi, fino all'1,25% (FIG. 3.10).

FIG. 3.10 – Spread sui tassi bancari

⁹ Differenza tra rendimento medio degli impieghi (cfr. nota 7) e costo medio della raccolta (cfr. nota 8).

Con riguardo, infine, alla contribuzione dell'attività di prestito, nel corso del quadrimestre si segnala un andamento alterno: un aumento del *mark-up* sull'euribor 3m tra dicembre e marzo (da 2,71% a 2,78%) e successivamente una leggera discesa sino al 2,64% di aprile. Dal lato dell'attività di funding si registra una più pronunciata riduzione della contribuzione unitaria della raccolta (*mark-down*), scesa nello stesso periodo dall'1,64 all'1,51%, dopo avere toccato il minimo di 1,42% in marzo. I recenti tagli dei tassi ufficiali e le attese per una loro ulteriore discesa rendono verosimile, nei prossimi mesi, un recupero dei margini dell'attività di impiego e una diminuzione del margine di raccolta (FIG. 3.11).

FIG. 3.11 – Spread dei tassi medi sull'Euribor



3.5 Le previsioni dei tassi bancari*

Dal gennaio a maggio l'andamento dei tassi bancari è risultato in flessione e in linea con le previsioni del precedente *Osservatorio* (TAB 3.8). Questa convergenza fra i valori effettivi e le nostre previsioni di febbraio (tranne che per i CD a scadenza superiore ai 18 mesi l'errore è inferiore a un decimo di punto!) dipende soprattutto dal fatto che i tassi di mercato e il Repo hanno sostanzialmente seguito il sentiero atteso. Nel caso del tasso ufficiale, la riduzione era stata correttamente prevista per giugno, anche se l'intensità della manovra è stata sottovalutata (0,25 punti contro gli effettivi 0,50).¹⁰

* A cura di G. Verga.

¹⁰ Cfr. la tabella di p. 57 del precedente Osservatorio 1/2003. In realtà, a fronte di un'ipotesi di una riduzione compresa tra 0,25 e 0,50 punti, si era deciso di optare per lo 0,25.

TAB. 3.8 – Andamento dei tassi bancari fra gennaio e maggio 2003

2003		Medio impieghi a breve	Passivo c/c	Tasso CD sotto i 6 mesi	Tasso CD oltre i 18 mesi	Obbligazioni bancarie a cedola fissa
Gen	effettivo	5,54	1,15	2,15	2,40	3,23
Mag	effettivo	5,15	0,98	1,85	1,93	2,89
	<i>ns. stima</i>	<i>5,12</i>	<i>0,93</i>	<i>1,87</i>	<i>2,15</i>	<i>2,83</i>
	<i>effettivo - stima</i>	<i>+0,03</i>	<i>+0,05</i>	<i>-0,02</i>	<i>-0,22</i>	<i>+0,06</i>

Fonte: Banca d'Italia e Osservatorio Monetario 1/2003.

L'ipotesi sottostante le nostre stime per il periodo giugno dicembre 2003 è che l'Euribor a un mese continui a seguire un profilo decrescente che, comunque, si esaurirà progressivamente entro l'anno in corso. In base a questo andamento sono stati derivati i rendimenti attesi dell'Euribor a 3 e 12 mesi, che sono i tassi di mercato che entrano come "input" nelle equazioni. Per quanto riguarda il Repo, l'altra importante variabile che influenza i tassi bancari, si è fatta l'ipotesi di una riduzione di 0,25 punti base a ottobre o novembre, anche se in base ai dati al momento disponibili l'andamento futuro del Repo è quanto mai incerto.

I risultati delle varie stime sono riportati nella TAB. 3.9.

Ne emerge uno scenario di tassi bancari ancora in flessione, e questa tendenza sarà prevalente (pur se in maniera meno accentuata che nella tabella) anche se il Repo non dovesse venire modificato. Per una prima controtendenza dei tassi bancari occorrerà quindi attendere il 2004.

TAB. 3.9 – Tassi di mercato, tassi bancari e previsioni (medie mensili)
(in neretto i valori già noti all'1-1-2003)

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 Mag	2,50	2,52	2,41	2,26	3,68	5,15	0,98	1,85	1,93	2,89
Giu	2,08	2,20	2,17	2,04	3,40	5,03	0,82	1,68	1,85	2,55
Lug	2,00	2,16	2,12	2,02	3,40	4,84	0,78	1,53	1,75	2,39
Ago	2,00	2,12	2,07	2,02	3,43	4,75	0,74	1,51	1,74	2,44
Set	2,00	2,07	2,02	2,03	3,47	4,68	0,72	1,50	1,74	2,38
Ott	1,87	2,02	1,99	2,05	3,53	4,66	0,69	1,44	1,73	2,39
Nov	1,75	1,99	1,97	2,07	3,57	4,55	0,65	1,36	1,71	2,46
Dic	1,75	1,96	1,96	2,11	3,61	4,49	0,63	1,34	1,70	2,49

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

4. QUALCHE NOTA E UN QUESTIONARIO SU “BASILEA 2” *

Nell’aprile 2003 il Comitato di Basilea ha reso pubblica, con il *Consultative Document 3 (C.D.3)*, la nuova proposta di revisione dei requisiti patrimoniali sul rischio di credito e sui rischi operativi (“Basilea 2”). La nuova proposta accoglie una serie di suggerimenti provenienti dagli stessi operatori e tiene conto delle indicazioni del “Terzo Studio di Impatto Quantitativo” (QIS-3)¹.

Nell’*Osservatorio Monetario* n.1/2002, ci siamo già soffermati sulle caratteristiche principali di “Basilea 2”, analizzandone anche le differenze rispetto alla regolamentazione attualmente in vigore (“Basilea 1”). In questo capitolo verranno analizzate le principali novità contenute nel nuovo *Consultative Document*, rispetto alla versione del 2001, con riferimento al rischio di credito e ai rischi operativi. Vengono anche presentati i risultati di un’indagine da noi condotta presso il sistema bancario, attraverso l’invio di un questionario relativo all’impatto di “Basilea 2” sulle politiche creditizie delle banche.

4.1 “Basilea 2”: le principali novità nel trattamento del rischio di credito **

Trattamento delle piccole-medie imprese. La principale novità contenuta nella nuova proposta del Comitato di Basilea consiste in un trattamento agevolato, previsto per le imprese di minore dimensione. Com’è noto, questa categoria di imprese ha sollevato preoccupazioni sull’impatto di “Basilea 2”, temendo una restrizione dell’offerta di credito nei loro confronti attraverso un aumento del costo e/o una minore disponibilità di credito. L’aumento di costo potrebbe derivare dal fatto che queste imprese sono generalmente *unrated*: ciò potrebbe comportare un requisito patrimoniale più elevato – quindi un maggiore costo di capitale per la banca – rispetto ad un’impresa che goda di un buon *rating*.

La nuova proposta del Comitato viene incontro in misura consistente alle esigenze delle piccole-medie imprese (PMI). In particolare, nello *Standardised Approach* (quello basato sui *rating* esterni), è previsto che le esposizioni *retail* –

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

¹ Il C.D.3 ed il QIS-3 sono disponibili sul sito della B.R.I. (www.bis.org).

** A cura di A. Baglioni.

definite come prestiti di ammontare massimo pari a 1 milione di euro a persone o piccole imprese – siano “pesate” al 75% (anziché al 100%) nel calcolo dell’attivo ponderato per il rischio: ciò implica uno “sconto” del 25% nel requisito patrimoniale relativo a questa categoria di prestiti. Inoltre, i mutui ipotecari su immobili residenziali hanno un *risk weight* pari al 35%, ridotto rispetto al 50% attualmente in vigore.

Nell’ *Internal Ratings-based Approach*, è prevista una correzione per le esposizioni verso le PMI, definite come le imprese con un fatturato inferiore ai 50 milioni di euro. La TAB. 4.1 fornisce una quantificazione dello “sconto” previsto per le PMI: la quarta colonna riporta i *risk weights* previsti per questa categoria di imprese, in funzione della *probability of default* (PD). Si può osservare come l’agevolazione introdotta a favore delle PMI sia consistente.

Prociclicità. La proposta contenuta nel *Consultative Document* del 2001 aveva sollevato alcune perplessità, relative al probabile impatto prociclico di “Basilea 2”. L’argomento è sostanzialmente il seguente. Con “Basilea 2”, il requisito patrimoniale a cui una banca è soggetta diventerà più “volatile”, cioè potrà variare sensibilmente a seconda delle fasi del ciclo economico. Ad esempio, durante una fase recessiva la rischiosità media dei debitori aumenta, portando ad un incremento del requisito. Questo, a sua volta, potrebbe aggravare la recessione, in due modi. Primo, perché causerebbe un aumento del costo del credito. Secondo, perché alcune banche potrebbero trovarsi “vincolate” (cioè con un rapporto patrimonio/attivo ponderato molto vicino all’8%), essendo così costrette a limitare la loro offerta di credito (*credit crunch*). Il primo effetto è più plausibile. Il secondo meno, dato che spesso le banche detengono capitale in eccesso rispetto al requisito minimo (il cosiddetto *buffer capital*), proprio per evitare di trovarsi in una situazione vincolata.

La nuova proposta del Comitato fornisce una parziale soluzione a questo problema, prevedendo un notevole “appiattimento” della curva dei *risk weights*: ciò dovrebbe ridurre significativamente la variabilità del requisito patrimoniale durante le fasi del ciclo economico. Si può cogliere la portata della modifica introdotta confrontando i *corporate risk weights* riportati nella TAB. 4.1: per le fasce più elevate di rischio, la nuova proposta prevede *risk weights* quasi dimezzati rispetto alla precedente.

TAB. 4.1 – Corporate risk weights: confronto 2001-2003

Probability of default (%)	Corporate risk weights		PMI (2003)
	2001 ^(a)	2003 ^(b)	
0,03	14	14	11
0,05	19	20	15
0,10	29	30	24
0,20	45	-	-
0,40	70	64	51
0,70	100	-	-
0,75	-	86	69
1,00	125	97	78
1,30	-	107	86
2,00	192	125	100
3,00	246	145	115
5,00	331	178	141
10,00	482	250	204
15,00	588	307	258
20,00	625	352	303

Note: Ipotesi Loss Given Default (LGD): (a) = 50%; (b) = 45%;

Fonte: (a) Consultative Document del Comitato di Basilea (2001);

(b) Annex 3 al Consultative Document del Comitato di Basilea (aprile 2003).

L'impatto sulle banche medio-piccole: le indicazioni del QIS-3. La proposta formulata dal Comitato di Basilea nel 2001 aveva suscitato non poche preoccupazioni da parte delle banche di minore dimensione. In particolare, temevano di essere penalizzate quelle banche che prevedevano di adottare il metodo dei *rating* esterni, non potendo usufruire dello “sconto” previsto per il metodo dei *rating* interni.

I risultati della simulazione (QIS-3) condotta dal Comitato di Basilea ed effettuata con riferimento ai nuovi criteri, introdotti nel C.D.3, su un campione di 188 banche dei paesi del G-10 e di 177 banche di altri 30 paesi sembrano tranquillizzanti sotto questo profilo. Nella TAB. 4.2 ne riportiamo alcuni risultati, relativi in particolare ai paesi della UE. Per le banche medio-piccole che utilizzeranno i *rating* esterni, l'incremento di requisito patrimoniale sarà esiguo: esse infatti usufruiranno maggiormente dello “sconto” previsto per la clientela *retail*, dato che la composizione del loro portafoglio – prestiti è più sbilanciata verso i piccoli clienti. Qualora poi una banca medio-piccola utilizzasse i *rating* interni, otterrebbe un significativo allentamento del requisito patrimoniale, ben maggiore di quello ottenuto dalle grandi banche.

TAB. 4.2 – Variazioni medie del requisito patrimoniale (paesi UE)

	<i>Standardised Approach</i>	<i>IRB Foundation</i>
Banche del Gruppo 1	+6%	-4%
Banche del Gruppo 2	+1%	-20%

Note: Gruppo 1: banche grandi. Gruppo 2: banche medio-piccole;

Fonte: *Quantitative impact study 3 (QIS-3)*.

4.2 “Basilea 2”: le principali novità nel trattamento dei rischi operativi*

Nel gennaio 2001, con il *Consultative Document 2*, il Comitato di Basilea aveva approfondito il trattamento dei rischi operativi finalizzato alla determinazione dei requisiti patrimoniali minimi. In quella sede erano stati specificati i fattori e gli eventi che possono dare luogo a perdite operative. Tale impostazione aveva, e mantiene tuttora, effetti sull’organizzazione interna delle banche in quanto richiede una adeguata attenzione a fattori che in “Basilea 1” non erano espressamente indicati. La valutazione dei rischi operativi viene riferita alla totalità delle attività svolte dalle banche e riguarda:

- i processi e i rischi di un’errata definizione e assegnazione di ruoli e responsabilità o l’elaborazione di modelli e metodologie inadeguati agli obiettivi di misurazione e controllo dei rischi;
- il fattore umano, con riferimento *in primis* a negligenze, frodi, mancanze di esperienza, errate decisioni manageriali o intrapresa di azioni incoerenti o conflittuali, ma anche all’inosservanza di leggi;
- la componente tecnologica e i rischi di malfunzionamento dei sistemi operativi, di errori di programmazione, di interruzioni della rete informatica e, infine, di rischi di violazione della sicurezza informatica;
- altri eventi esogeni, tra loro differenti ma accomunati dal fatto che, in caso di manifestazione, determinano un’esposizione a perdite legate al contesto ambientale, politico e legislativo in cui l’impresa opera; in questo sottoinsieme rientrano, ad esempio, attività criminali (furti, atti di terrorismo), eventi politici o militari ma anche eventi naturali.

L’ultimo documento di consultazione definisce i rischi operativi come “*the risk of loss resulting from inadequate or failed internal processes, people and systems or from external events*” (C.D.3, pag. 120), eliminando l’esplicito

* A cura di A. Uselli.

riferimento a perdite dirette o indirette che caratterizzava la definizione contenuta nei lavori del 2001.

Nel *Consultative Document 2* del 2001 erano state proposte tre metodologie di stima del requisito di capitale a fronte dei rischi operativi. In sintesi si aveva:

- *Basic Indicator Approach*, in cui il requisito di capitale era calcolato come percentuale fissa (α , pari al 20%) del reddito lordo o margine di intermediazione;
- *Standardised Approach*, che prevedeva di suddividere l'attività della banca in sette linee operative e di calcolare il requisito di capitale, all'interno di ognuna di esse, come prodotto tra l'indicatore di "volume" o di "redditività" riferito alla j -esima linea operativa, e il coefficiente β_j , anch'esso definito per ogni *business line*. I requisiti di capitale calcolati a livello disaggregato di linea operativa sono poi sommati per ottenere il requisito di capitale totale dell'impresa;
- *Internal Measurement Approach*, basato su stime statistiche dei dati interni di perdite operative proprie della singola banca.

Questa impostazione viene perfezionata nel *C.D.3* che così individua (vedi TAB. 4.3) i tre possibili modelli di misurazione dei rischi operativi:

- il *Basic Indicator Approach*, nel quale il requisito di capitale è ora calcolato sulla base di un coefficiente α pari al 15% del reddito lordo medio annuo dell'intera banca ($GI = \text{gross income}$), riferito al triennio precedente:

$$REQ(K)_{BIA} = GI \times \alpha;$$

- lo *Standardised Approach*, in cui si fa attualmente riferimento a otto linee operative, all'interno delle quali allocare tutte le attività in modo esclusivo ed esauriente. La formula

$$REQ(K)_{SA} = \sum_{j=1}^8 GI_j \times \beta_j \quad j = 1, 2 \dots 8$$

utilizza il reddito lordo come unico indicatore di "volume".

- gli *Advanced Measurement Approaches*, che identificano le metodologie avanzate basate essenzialmente su dati interni di perdita.

**TAB. 4.3 – Metodologie di misurazione dei rischi operativi -
evoluzione nelle proposte di Basilea**

	Gennaio 2001 ^(a)	Aprile 2003 ^(b)
<i>Basic Indicator Approach:</i>		
- livello del coefficiente α	20%	15%
- <i>exposure indicator</i>	reddito lordo	reddito lordo
<i>Standardised Approach:</i>		
- definizione delle <i>business line</i> (BL)	sì	sì
- livello dei coefficienti β_i	in fase di stima	sì
- <i>exposure indicator</i> per BL	differenti per BL	reddito lordo*
<i>Advanced Measurement Approach</i>	dati interni di perdita, combinazioni <i>business line</i> /eventi di perdita, stime statistiche	modelli interni applicabili nel rispetto di criteri e standard quali/ quantitativi

Note: (*) salvo applicazione dell'opzione alternativa;

Fonte: (a) Nuovo Accordo di Basilea, *Consultative Document 2*, gen. 2001; *Operational risk, Consultative paper*, gen. 2001; (b) Nuovo Accordo di Basilea, *C.D.3*, apr. 2003.

Rispetto alle precedenti pubblicazioni è da segnalare, sia per il *Basic Indicator Approach* sia per lo *Standardised Approach*, l'impiego del reddito lordo annuo (*gross income*) quale indicatore *proxy* dell'esposizione ai rischi operativi e la riduzione del coefficiente α sul quale calcolare il requisito di capitale dal 20% al 15%.

E' da segnalare altresì l'opzione alternativa per lo *Standardised Approach*, applicabile in due delle otto linee operative (*retail banking* e *commercial banking*), che prevede la sostituzione dell'indicatore costituito dal reddito lordo determinato a livello di *business line* con il totale lordo annuo dei prestiti e delle anticipazioni, rispettivamente verso la clientela *retail* e verso le imprese, ponderato per un coefficiente m pari al 3,5%.

Tale previsione è intesa a risolvere sostanzialmente due ordini di problemi:

- 1) in contesti caratterizzati da bassi margini di redditività il *gross income* non è probabilmente il miglior indicatore per esprimere sia la dimensione della banca sia la sua esposizione ai rischi operativi, determinando in tali casi una sottostima del requisito di capitale;

- 2) evitare eventuali duplicazioni tra rischio di credito e rischi operativi. Il reddito lordo è influenzato dai margini che le banche percepiscono sui prestiti e, a questo proposito, il Comitato di Basilea ha verificato che alcune banche, focalizzate prevalentemente su attività tradizionali, potrebbero applicare margini più elevati a copertura del rischio di credito e in seguito, tramite il reddito lordo, determinare anche un elevato requisito a fronte dei rischi operativi.

L'obiettivo di questa opzione alternativa dello *Standardised Approach* è, inoltre, conseguire una migliore valutazione e misurazione dei rischi, sebbene anch'essa non riesca ad eliminare tutte le aree di incertezza che si possono individuare nello *Standardised Approach*. In particolare talvolta potrebbe essere difficile il riparto delle attività e del reddito lordo e la loro classificazione in una specifica *business line*, con ciò introducendo elementi di soggettività nell'allocazione².

Con riferimento all'impiego di metodologie più sofisticate, nel C.D.3, il Comitato di Basilea ha ribadito l'importanza dell'applicazione di un AMA (*Advanced Measurement Approach*), basato essenzialmente su dati interni di perdita, flessibile ed esauriente nella misurazione dei rischi operativi e in grado di cogliere le esposizioni più significative. A questo proposito lo stesso Comitato ha definito rigorosi standard di natura quali/quantitativa che dovranno essere rispettati. Le banche dovranno rilevare sistematicamente i dati più importanti legati a queste fattispecie di rischi, inclusi i dati di perdita e, da un punto di vista qualitativo, creare incentivi per migliorare la gestione dei rischi operativi all'interno dell'impresa nel suo complesso.

Requisiti addizionali sono poi richiesti per l'applicazione di un AMA, in particolare la programmazione e l'attuazione di metodi di valutazione e strategie, nonché controlli e azioni correttive. E' necessario il rispetto di procedure rigorose, che passino per un sistema capillare di rilevazione dei dati di perdita³, su base continuativa e per un periodo di osservazione minimo di 3-5 anni, al fine di

² Tuttavia il Comitato di Basilea specifica che "la classificazione delle attività in linee operative... deve essere coerente con le definizioni di linee operative impiegate nel computo del patrimonio di vigilanza per altre categorie di rischio (ossia, rischio di credito e rischio di mercato)" e che eventuali variazioni da questo principio siano chiaramente motivate e documentate. Si veda il C.D.3, pag. 176.

³ Una metodologia avanzata dovrà anche poter rilevare eventi poco probabili, situati nella coda della distribuzione degli eventi in termini di frequenza.

giungere a stime empiriche della rischiosità. Sono perciò richieste adeguate competenze e risorse nella classificazione dei dati e nell'attività di allocazione delle perdite e degli eventi a specifiche *business line*. Potranno essere utilizzati anche dati esterni, provenienti da iniziative interbancarie organizzate su base consortile e si dovranno definire, in tali casi, procedure di raccordo tra le informazioni esterne e quelle disponibili internamente⁴.

Con riferimento agli AMA sono tre le principali novità emerse con il C.D.3:

- è consentito l'impiego parziale e congiunto di AMA e altri metodi per segmenti specifici, a condizione che i rischi siano sempre valutati su base consolidata e le metodologie avanzate colgano comunque una parte significativa dei rischi operativi bancari;
- è stato riconosciuto l'impiego delle coperture assicurative come forma di contenimento (*mitigation*) dei rischi operativi, sebbene applicabili nel rispetto di rigidi criteri fissati da Basilea (ad esempio: durata minima iniziale della polizza di un anno, requisiti sulla compagnia di assicurazione che non può essere una compagnia *captive* o affiliata e deve avere un *rating* minimo pari ad "A"), tesi soprattutto ad evitare comportamenti opportunistici o di *moral hazard*. Il riconoscimento dei contratti assicurativi è limitato ad un ammontare massimo del 20% del totale del requisito di capitale determinato a fronte dei rischi operativi;
- per evitare duplicazioni con il requisito calcolato per il rischio di credito, eventuali perdite di natura operativa connesse con tale rischio (ad esempio derivanti da una carenza gestionale delle garanzie reali) saranno trattate come rischio di credito ai fini del calcolo dei requisiti patrimoniali; ciò ovviamente non esenta le banche dalla rilevazione di tali perdite nel *database* dei rischi operativi.

E' da segnalare che alcuni degli standard previsti per l'AMA sono stati estesi anche allo *Standardised Approach*, in relazione al fatto che anche alcune banche attive su scala internazionale, almeno in una prima fase, applicheranno il metodo standard e dovranno perciò disporre fin da subito di adeguati sistemi di

⁴ Per ulteriori dettagli sui criteri e gli standard quali/quantitativi di applicazione di un AMA, si veda il C.D.3, pagg. 109-114.

gestione dei rischi operativi, da realizzarsi attraverso una funzione indipendente di *Operational risk management*.

4.2.1 Alcune questioni aperte

Non tutte le novità recenti sembrano aver ricevuto pieno consenso da parte degli operatori; in particolare è stata lamentata la mancata previsione di un esplicito incentivo a spostarsi verso metodologie più sofisticate (ad esempio alcuni coefficienti β_j dello *Standardised Approach* sono superiori al coefficiente α del *Basic Indicator Approach*), così come il mancato riconoscimento delle coperture assicurative al di fuori di un approccio avanzato, soprattutto perché sembrano poche le banche attualmente in grado di applicare compiutamente un metodo di questo tipo.

Pare quindi auspicabile, sotto certi profili, un ulteriore affinamento dell'Accordo, che soprattutto tenga il passo dell'evoluzione dei modelli interni adottati dalle banche, più flessibili e maggiormente in grado di garantire un rafforzamento delle pratiche di *Operational risk management*. I recenti documenti pubblicati da Basilea esaltano, infatti, le tematiche organizzative e il ruolo dei controlli interni, affinché ad essi seguano appropriate azioni di controllo e gestione dei rischi.

Come sappiamo, uno dei concetti più importanti che il Comitato di Basilea vuole diffondere è la cultura dei controlli, tenuto conto che i rischi e in particolare quelli operativi possono avere un impatto non su singole aree ma a livello di intera azienda. Pertanto, l'efficace applicazione della normativa prevista da Basilea richiede un vaglio da parte del sistema dei controlli interni, definito dall'insieme di regole e attività per la prevenzione e il monitoraggio di tutti i rischi aziendali, anche in funzione del contesto operativo in cui l'impresa agisce. Esso ha pertanto il compito di verificare l'efficacia dei criteri e la corretta implementazione delle metodologie applicate in sede di gestione dei rischi, ai fini del perseguimento degli obiettivi aziendali.

Il Comitato di Basilea non ritiene che il requisito definito in termini di patrimonio sia l'unica modalità per far fronte ai maggiori rischi. E' infatti essenziale anche il miglioramento dei controlli e un rafforzamento nella gestione dei rischi. Così come sono evoluti i rischi e si è acquisita nuova consapevolezza

nei confronti delle loro manifestazioni, parallelamente devono cambiare le esigenze e le applicazioni dei sistemi di controllo, da estendere ora a tutte le aree operative della banca, con rilevazioni continuative per cogliere immediatamente fenomeni potenzialmente dannosi.

4.2.2 Aspetti organizzativi

Gli aspetti organizzativi nella realizzazione di un sistema di *Operational risk management* per l'allocazione del capitale a fronte dei rischi operativi assumono quindi un'importanza crescente. Vi sono una serie di aspetti critici, in particolare per le modalità attraverso le quali tale progetto ha effetti sul più generale sistema dei controlli interni d'impresa. Anzitutto, in prima approssimazione, si possono identificare due soluzioni organizzative estreme per la *capital allocation*:

- un approccio *top-down*, secondo il quale il capitale da allocare a fronte dei rischi è calcolato a livello consolidato e poi allocato per linea operativa;
- un approccio *bottom-up*, con il quale si determina il capitale a livello del singolo fattore di rischio (e quindi, *de facto*, a livello di *business line*) e poi si procede successivamente all'aggregazione su base consolidata.

Una dicotomia di questo tipo difficilmente si trova espressa nelle concrete scelte aziendali, in quanto le banche più frequentemente prediligono un approccio che si potrebbe definire “integrato”, che tiene conto dell'impatto dei rischi potenzialmente esteso all'intera impresa. Le banche italiane, allo stato attuale, non hanno individuato una soluzione unica, specie nel definire i confini tra le attività della funzione di *Operational risk management* e dell'*Internal auditing*. Sembra però chiaro che un corretto approccio debba coinvolgere entrambe le funzioni, a cui attribuire compiti differenziati in un complessivo “processo di gestione” dei rischi operativi che, di fatto, non è riconducibile a una sola specifica funzione aziendale.

Con riferimento al legame tra *Operational risk management* e sistema dei controlli interni, si rileva anzitutto che quest'ultimo è strutturato su tre livelli di controlli: I) di prima linea: adeguato sistema informativo e corretto svolgimento delle operazioni; II) di seconda linea: criteri e principi di gestione dei rischi; III) di terza linea: funzione di revisione interna. La funzione di *Operational risk management* sembra incidere sul sistema dei controlli interni, non tanto ad un

preciso livello di tale struttura, quanto piuttosto in modo trasversale, tenuto conto delle specifiche caratteristiche dei rischi operativi.

E' quindi forse auspicabile che il Comitato di Basilea fornisca, in sede di definizione dei contenuti dell'Accordo, linee guida più precise circa le soluzioni organizzative da adottare. Ciò si scontra in parte con la volontà di limitare i parametri e i requisiti richiesti per l'applicazione di metodi avanzati, visto che il Comitato stesso offre alle banche un'ampia flessibilità nell'elaborazione di un sistema interno di gestione e misurazione dei rischi operativi.

4.3 Le banche italiane e “Basilea 2”: un “questionario” sul rischio di credito*

Il questionario. Nello scorso mese di maggio il Laboratorio di Analisi Monetaria ha inviato alle banche associate all'ASSBB un questionario diretto ad investigare quale sarebbe stata la loro scelta del metodo di calcolo del cosiddetto attivo ponderato per il rischio di credito. Il questionario conteneva una serie di domande sugli effetti del passaggio dalla vecchia alla nuova regolamentazione (Riquadro n. 2). Al questionario hanno risposto in tempo utile 27 istituti, di cui 5 banche maggiori/grandi, 8 medie e 14 minori/piccole. Il loro peso sul totale degli impieghi del sistema è risultato, complessivamente, pari a circa il 40%.

L'approccio scelto dalle banche. Dalle risposte al questionario risulta (TAB. 4.4) che la maggior parte degli istituti (22 su 27, pari al 82%) ha deciso di optare per una forma di *rating* interno (*foundation* o *advanced*). Solo 5 banche su 27 (il 19%), e tutte appartenenti al comparto delle minori/piccole, ha dichiarato che adotterà l'approccio *standardised*. I motivi addotti dalle banche che hanno scelto lo *standardised* sembrano abbastanza eterogenei, dato che le loro risposte si ripartiscono equamente tra “difficoltà” dell'utilizzo dell'IRB, “mancanza di informazioni” e “costi”.

Le percentuali delle alternative di *rating* interno prescelte nei vari gruppi dimensionali non sono omogenee. Tra le banche medie e maggiori/grandi, l'approccio prevalente è l'IRB *advanced* che, invece, nel comparto delle banche

* A cura di G. Verga.

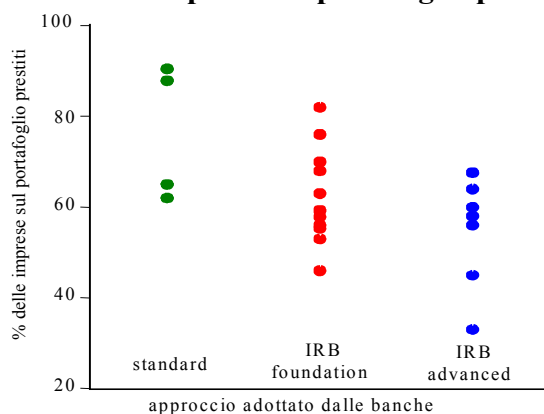
minori/piccole sarà inizialmente utilizzato soltanto da 1 istituto su 14. Tra queste ultime, infatti, l'approccio più diffuso è l'*IRB foundation* (57%).

TAB 4.4 – Composizione del campione e approccio scelto dalle banche (totale e per dimensione)

Dimensione banca	Numero totale degli istituti	Approccio prescelto		
		Standardised	IRB	
			Foundation	Advanced
Maggiori/grandi	5 (18 %)	0 (0 %)	2 (40 %)	3 (60 %)
Medie	8 (30 %)	0 (0 %)	2 (25 %)	6 (75 %)
Minori/piccole	14 (52 %)	5 (36 %)	8 (57 %)	1 (7 %)
<i>Totale</i>	<i>27 (100 %)</i>	<i>5 (19 %)</i>	<i>12 (44 %)</i>	<i>10 (37 %)</i>

Sembra di poter scorgere una tendenza delle banche a preferire un approccio tanto più avanzato quanto minore è la quota delle imprese sul portafoglio prestiti, specialmente per quanto riguarda le piccole imprese (FIG. 4.1).

FIG. 4.1 – Approccio applicato dalle banche e percentuale delle imprese nel portafoglio prestiti



Le conseguenze della nuova normativa. Una serie di domande contenute nel questionario riguardava l'impatto che l'adeguamento a "Basilea 2" avrà su tutta una serie di variabili: requisito patrimoniale, livello medio dei tassi d'interesse, dispersione dei tassi e razionamento della clientela. Le risposte (aumento, diminuzione, invariato) sono risultate, a livello di campione, abbastanza omogenee, nel senso che per ogni domanda si rileva, a livello di

sistema, un’“opinione prevalente” ben definita, e limitati sono i casi di risposte contrapposte (diminuzione vs/ aumenti).

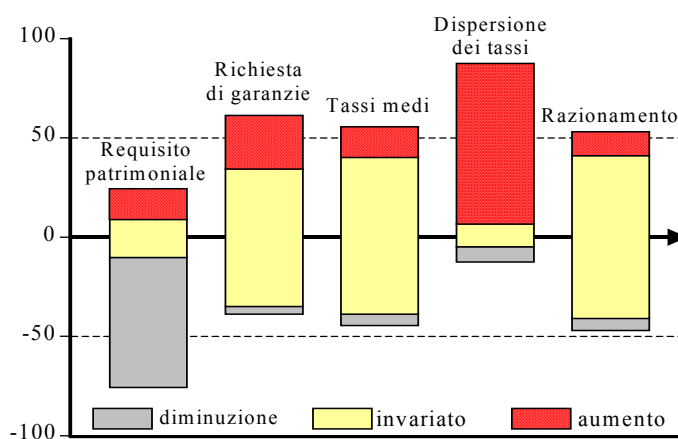
TAB. 4.5 – L’opinione delle banche sulle conseguenze dell’adeguamento alle nuove regole di Basilea

Impatto di “Basilea 2” su:	% delle risposte			Media
	diminuz.	invariato	aumento	
requisito patrimoniale	67	18	15	-0,50^(*)
richiesta di garanzie	4	70	26	0,23
livello medio dei tassi	6	79	15	0,09
dispersione dei tassi	7	11	81	0,73^(*)
razionamento	6	82	11	0,06

Nota: Media dei valori 1 (aumento), 0 (invariato) e -1 (diminuzione) ponderati con le relative % delle risposte. (*) = significativo all’1% di probabilità.

I principali risultati del questionario sono sintetizzati nella FIG. 4.2 e nella TAB. 4.5, che riporta, per ogni quesito, le percentuali delle risposte delle varie banche divise in “diminuzione”, “invariato” e “aumento”.

FIG. 4.2 – L’opinione delle banche sulle conseguenze dell’adeguamento alle nuove regole di Basilea (% delle risposte)



Nota: la posizione dei diversi istogrammi riflette la risposta “media” delle banche.

L'opinione che si ricava dalle risposte al questionario è che, a livello di sistema, "Basilea 2" dovrebbe esercitare un impatto di un certo rilievo sul requisito patrimoniale e, soprattutto, sulla dispersione dei tassi; l'effetto dovrebbe invece risultare più modesto sulle altre variabili.

Una significativa maggioranza di istituti (18 su 27, pari a quasi il 70%) prevede, infatti, una *diminuzione del requisito patrimoniale*, anche se tale opinione risulta diffusa soprattutto tra le banche medie e maggiori-grandi, e tra quelle che hanno optato per il *rating* interno (per gli istituti minori/piccoli e quelli che hanno scelto l'approccio *standardised*, quest'opinione non è più maggioritaria) (TABB. 4.6 e 4.7).

Una nettissima maggioranza di istituti (22 su 27) prevede un aumento della *dispersione dei tassi*, e quest'ipotesi è maggioritaria in tutti i gruppi di banche (anche se un po' meno fra quelle che hanno scelto l'approccio *standardised*). La giustificazione prevalente (l'82%) fa riferimento a una più accurata misurazione del rischio, che porterebbe a un legame più forte tra rischio e tassi applicati alla clientela, con la conseguenza di una più marcata differenziazione delle condizioni di *pricing*. Di fronte a questo, la netta maggioranza delle banche (21 su 27) ritiene invece che il *livello medio dei tassi* rimarrà sostanzialmente inalterato.

TAB. 4.6 – L'opinione delle banche sulle conseguenze dell'adeguamento alle nuove regole di Basilea divise per dimensione degli istituti

Impatto di "Basilea 2" su:	Opinioni delle:	% delle risposte			
		diminuz.	invariato	aumento	media
requisito patrimoniale	maggiori/grandi	80	0	20	-0,60
	medie	86	0	14	-0,72
	minori/piccole	50	36	14	-0,36
richiesta di garanzie	maggiori/grandi	0	70	30	0,30
	medie	0	86	14	0,14
	minori/piccole	7	61	32	0,25
livello medio dei tassi	maggiori/grandi	20	80	0	-0,20
	medie	0	100	0	0,00
	minori/piccole	4	68	28	0,24
dispersione dei tassi	maggiori/grandi	0	0	100	1,00
	medie	0	14	86	0,86
	minori/piccole	14	14	72	0,57
razionamento	maggiori/grandi	0	80	20	0,20
	medie	0	86	14	0,14
	minori/piccole	11	81	8	-0,03

Note: Media dei valori 1 (aumento), 0 (invariato) e -1 (diminuzione) ponderati con le relative % delle risposte.

Per quanto riguarda la *richiesta di garanzie*, la maggioranza delle banche (19 su 27) non prevede significative variazioni rispetto alla situazione attuale; 7 istituti - ripartiti abbastanza uniformemente fra le diverse tipologie – sostengono, invece, che ci sarà un aumento - soprattutto per la clientela con più alto rischio – per l’effetto di certi tipi di garanzie sulla mitigazione del rischio di credito.

TAB. 4.7 – L’opinione delle banche sulle conseguenze dell’adeguamento alle nuove regole di Basilea divise in base all’approccio adottato

Impatto di “Basilea 2” su:	Opinione delle banche che hanno scelto l’approccio:	% delle risposte			
		diminuz.	invariato	aumento	media
requisito patrimoniale	<i>Standardised</i>	40	40	20	-0,20
	<i>IRB foundation</i>	64	18	18	-0,46
	<i>IRB advanced</i>	80	10	10	-0,70
richiesta di garanzie	<i>Standardised</i>	0	70	30	0,30
	<i>IRB foundation</i>	9	73	41	0,32
	<i>IRB advanced</i>	0	90	10	0,10
livello medio dei tassi	<i>Standardised</i>	10	70	20	0,10
	<i>IRB foundation</i>	9	64	27	0,18
	<i>IRB advanced</i>	0	100	0	0,00
dispersione dei tassi	<i>Standardised</i>	20	20	60	0,40
	<i>IRB foundation</i>	9	0	91	0,82
	<i>IRB advanced</i>	0	20	80	0,80
razionamento	<i>Standardised</i>	10	90	0	-0,10
	<i>IRB foundation</i>	10	60	30	0,20
	<i>IRB advanced</i>	0	100	0	0,00

Note: Media dei valori 1 (aumento), 0 (invariato) e -1 (diminuzione) ponderati con le relative % delle risposte.

Anche per quanto riguarda l’ultima domanda del questionario, l’impatto sul *razionamento del credito alla clientela*, la maggioranza delle banche (22 su 27) non vede significative variazioni rispetto alla situazione attuale. Alla base di questa opinione vi sarebbero anche le seguenti considerazioni, che alcuni istituti hanno voluto precisare nelle loro risposte: (a) le imprese con merito di più basso standing potranno (a1) trovare credito sfruttando forme di mitigazione del rischio, oppure (a2) rivolgendosi a banche che adottano l’approccio *standardised*; (b) le imprese con più elevato standing saranno incentivate a cercare risorse finanziarie sui mercati dei capitali, lasciando più risorse libere per le altre; (c) le imprese con più basso *standing*, se potranno inizialmente essere più razionate a favore delle classi migliori, lo diverranno meno col passare del tempo, quando la competizione tra le banche avrà ridotto la redditività del credito concesso alle imprese di

standing elevato, (d) per le aziende che svolgono essenzialmente la propria attività in un ben definito ambito territoriale, nel quale sono ben radicate, l'applicazione dell'accordo di Basilea non dovrebbe comportare modifiche sostanziali nell'erogazione del credito.

RIQUADRO n. 2 – Facsimile del questionario distribuito alle banche sull'applicazione e le conseguenze del nuovo accordo di Basilea

QUESTIONARIO SULL'APPLICAZIONE DEL NUOVO ACCORDO DI BASILEA ("Basilea 2")

I SEZIONE: CARATTERISTICHE DELLA BANCA

1. Dimensione della Banca:

a. Maggiore/grande; b. Media; c. Minore/piccola

2. Composizione portafoglio prestiti:

a. Imprese (di cui: Medio-piccole...) b. Famiglie c. Altri

II SEZIONE: APPLICAZIONE DI "Basilea 2"

1. Quale approccio applicherà la banca?

a. Standard b. IRB foundation c. IRB advanced

1.1 Se ha risposto Standard, indicare il (i) motivo (i) per cui non si adotterà *l'IRB approach*:

a. Difficoltà b. Mancanza di informazioni c. Costi

2. Quale impatto si prevede sul requisito patrimoniale relativo al rischio di credito?

a. Aumenterà b. Diminuirà c. Resterà invariato

3. Quale impatto si prevede sulle richieste di garanzie da parte della Banca?

a. Aumenterà b. Diminuirà c. Resterà invariato

4. Quale impatto si prevede sul livello medio dei tassi d'interesse alla clientela?

a. Aumenterà b. Diminuirà c. Resterà invariato

5. Quale impatto si prevede sulla dispersione dei tassi d'interesse alla clientela?

a. Aumenterà b. Diminuirà c. Resterà invariato

5.1 Se la risposta è Aumenterà/Diminuirà, indicare il motivo:

a. Differenza di requisito patrimoniale tra un debitore e l'altro
b. Misurazione più accurata del rischio

6. Quale impatto si prevede sul razionamento del credito alla clientela?

a. Aumenterà b. Diminuirà c. Resterà invariato

6.1 Se la risposta è Aumenterà, indicare il motivo:

a. scarsità di capitale b. altro

6.2 Se la risposta è Diminuirà, indicare il motivo:

a. selezione più accurata della clientela b. altro

EVENTUALI ULTERIORI COMMENTI E OSSERVAZIONI:.....

Nota: questionario distribuito alle associate dell'ASSBB nel mese di maggio 2003

Conclusioni. Nel complesso, quindi, i risultati del nostro sondaggio di opinione segnalano una preferenza delle banche per la procedura di *rating* interno, specialmente nella forma di IRB *advanced*. L'approccio *standardised* appare scelto solo dal 20% degli istituti, tutti di dimensione minore/piccola. Alcuni di questi, tra l'altro, avrebbero l'intenzione di abbandonare questo procedimento a favore del *rating* interno appena approntata la necessaria attrezzatura che, per altro, richiede un costo abbastanza elevato e un notevole sforzo di riorganizzazione. Il numero di banche che ritiene *conveniente* anche a regime l'approccio *standardised* rispetto all'IRB è quindi minoritario.

Quanto agli effetti della nuova normativa, le risposte al questionario sembrano piuttosto incoraggianti. Da esse emerge chiaramente l'aspettativa di una riduzione del requisito patrimoniale, fugando i timori di un aggravio, diffusi presso parte del sistema bancario. Inoltre non si prevede un aumento del razionamento del credito, come temuto dalle imprese (soprattutto di minore dimensione). Infine, la maggiore dispersione dei tassi applicati alla clientela dovrebbe riflettere un *pricing* più accurato del rischio di credito.

5. STRUMENTI FINANZIARI E GESTIONE DEL RISPARMIO*

La perdurante incertezza che caratterizza i mercati degli strumenti finanziari incide in modo significativo sul finanziamento delle imprese e sull'articolazione dell'industria del risparmio gestito nel nostro paese.

In particolare, si sono rarefatte le offerte di azioni finalizzate alla quotazione dopo la forte espansione del biennio 2000-2001 e si evidenzia il fenomeno dell'abbandono dalla quotazione non compensato da nuove ammissioni.

L'entità del risparmio gestito affidato agli investitori istituzionali a fine 2002 è in linea con quella della fine dell'anno precedente, pur con una differente distribuzione tra gli operatori che vede ancora i fondi comuni con la quota di mercato più consistente (benché in costante flessione dal 1999). Continua ad essere marginale il risparmio previdenziale nonostante le esperienze internazionali vedono in tale tipologia di prodotti le più forti spinte allo sviluppo dell'industria dell'*asset management* nel prossimo futuro.

5.1 Il ricorso delle imprese al mercato dei capitali

Nel corso dei primi 5 mesi del 2003 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 3.383 milioni di euro, in sensibile aumento (+65%) rispetto ai 2.055 milioni di euro dello stesso periodo dell'anno precedente. Alla flessione che ha interessato le Opvs (63,5 contro 730 milioni di euro), ha corrisposto un importante incremento negli aumenti di capitale (3.319 contro 1.325 milioni di euro). Del totale delle risorse complessivamente canalizzate dalla Borsa Italiana, il 98,1% è attribuibile ad aumenti di capitale (l'anno precedente gli aumenti di capitale avevano rappresentato il 52,2% del totale delle risorse raccolte). Con riferimento alla ripartizione per segmenti di mercato, si osserva l'assoluta prevalenza della Borsa sia per gli aumenti di capitale (un solo aumento

* A cura di M. Anolli, A. Banfi e D. Zucchelli.

di capitale per 380.000 euro è stato realizzato sul Nuovo Mercato) sia per le Opvs (nessuna operazione ha riguardato mercati diversi dalla borsa).

Il denaro raccolto con aumenti di capitale (TAB. 5.1) nei mercati gestiti da Borsa Italiana SpA (Borsa, Mercato ristretto e Nuovo Mercato) è ammontato a 3.319 milioni di euro a fronte di 11 operazioni (1.325 milioni di euro con 6 operazioni nello stesso periodo del 2002). In sensibile aumento è risultata la dimensione media delle operazioni (302 milioni di euro contro i 221 milioni di euro dell'anno precedente). L'incidenza delle risorse raccolte mediante aumenti di capitale in rapporto alla capitalizzazione è passata da 0,8% di fine 2002 a 0,7% a fine maggio 2003; l'incidenza in rapporto agli scambi è invece passata da 0,5% nei primi 5 mesi del 2002 a 1,2% nello stesso periodo del 2003.

TAB. 5.1 – Flussi di denaro canalizzati dalla borsa italiana con offerte di azioni

	2001	2002	2003 gen-mag
Aumenti di capitale di soc. quotate			
numero operazioni	25	18	11
denaro raccolto (milioni)	7.616	3.693	3.319
Importo medio (milioni)	304,7	205,1	301,7
In % della capitalizz. di fine periodo	1,3%	0,8%	0,7%
In % degli scambi del periodo	1,2%	0,6%	1,2%
Offerte pubbliche di vendita/sottoscr.			
numero operazioni	20	9	1
denaro raccolto (milioni)	6.981	2.901	64
Importo medio (milioni)	349,1	322,3	63,5
In % della capitalizz. di fine periodo	1,2%	0,6%	0,01%
In % degli scambi del periodo	1,1%	0,5%	0,02%

Fonte: Borsa Italiana e nostre elaborazioni.

Per quanto riguarda la distribuzione settoriale, le maggiori operazioni hanno riguardato titoli industriali (Edison, raccolta 2.095 milioni di euro) e bancari (Banca Popolare di Lodi, raccolta 791 milioni di euro).

Anche nel periodo esaminato si sono registrati diversi casi con elevatissime percentuali di inoptato (Gandalf 98,6%, Stayer e Edison 19,7%).

Nel corso del periodo esaminato (TAB. 5.1) il processo di ingresso sul mercato di nuove società si è del tutto inaridito: si è osservata solo 1 operazione di

Opvs finalizzata alla quotazione, per complessivi 64 milioni di euro (contro le 9 operazioni per 2.901 milioni di euro nel 2002 e 20 operazioni per complessivi 6.981 milioni di euro del 2001). L'unica ammissione a quotazione del 2003 ha riguardato Meta (nel mese di marzo), collocata ai limiti minimi della forchetta di prezzo e per circa tre quarti dell'offerta presso investitori istituzionali. Per effetto della dinamica di nuove quotazioni e cancellazioni il numero di società quotate in borsa è risultato a fine maggio 2003 in riduzione di 8 unità rispetto all'anno precedente (229 contro 237, di cui, in entrambe le date, 6 estere), quelle quotate sul Nuovo Mercato sono passate da 45 a fine 2002 a 44 a maggio 2003, mentre sono passate da 13 a 14 quelle quotate al mercato ristretto. Anche nel periodo in esame, come già era successo nel 2001 e nel 2002, la *performance* delle matricole è stata decisamente deludente (Meta -8% rispetto al prezzo di collocamento).

Ulteriore sensibile calo si è registrato per il numero dei *covered warrant* quotati, passati da 5.866 a fine 2001 a 3.571 a fine 2002 a 2.652 a fine maggio 2003.

Il fenomeno dell'abbandono della quotazione (*delisting*) è risultato particolarmente evidente nel periodo in esame in quanto, benché non particolarmente rilevante in termini assoluti, non è stato compensato dall'afflusso di nuove società. Le ragioni principali individuate nel dibattito possono così sintetizzarsi:

- delusione verso il fenomeno quotazione da parte soprattutto delle società di medio-piccole dimensioni. Queste lamentano che agli oneri (espliciti, ma soprattutto impliciti in termini di oneri di trasparenza e comportamentali) non corrispondono apprezzabili vantaggi, nel momento in cui, passata la fase successiva all'accesso alla quotazione, la visibilità della società viene progressivamente meno;
- presenza di favorevoli opportunità per gli azionisti di controllo di effettuare OPA a prezzi particolarmente vantaggiosi; si è in qualche caso osservato che lo stesso gruppo di controllo che aveva ceduto una quota a beneficio del mercato durante la fase di boom di borsa, l'abbia poi ritirata, a prezzi di molto inferiori, durante la recente fase di corsi depressi, realizzando un vantaggio economico. Tale osservazione sottende poi l'ulteriore considerazione che, in particolare durante il periodo di boom dei corsi, siano arrivate in quotazione imprese non mature per la borsa, anche grazie al concorrere degli interessi

- della borsa italiana (incrementare il numero di società quotate), degli intermediari (chiusura di remunerative operazioni di finanza straordinaria) e dei gruppi di controllo (liquidazione di quote non indispensabili per il controllo a condizioni particolarmente vantaggiose);
- "pressione" da parte degli intermediari che vedono nell'operazione di *delisting* un'occasione per movimentare un segmento della loro attività (quello del *corporate e investment banking*) nel quale le occasioni di intermediazione si sono nel periodo recente sempre più rarefatte.

5.2 La gestione del risparmio

Il patrimonio complessivamente gestito dagli investitori istituzionali (fondi comuni, gestioni patrimoniali, assicurazioni e fondi pensione) si è mantenuto sui livelli degli ultimi 3-4 anni benchè in lieve flessione rispetto all'anno precedente: a fronte, infatti, di una raccolta netta consolidata in aumento ha pesato sull'entità del patrimonio l'effetto della discesa dei corsi azionari.

A fine 2002 i fondi comuni continuano (TAB. 5.2) a rappresentare lo strumento di risparmio gestito preferito dalle famiglie (39,8%, anche se tale quota è in continua flessione dal 1999), seguito da assicurazioni (27,6%) e gestioni patrimoniali (26,5%), mentre continua ad essere del tutto marginale il peso dei fondi pensione (6,1%).

TAB. 5.2 – Peso % di patrimonio gestito per tipologia di operatore

Consistenze al 31/12	Fondi di investimento (1)	G.P.M. (2)	Assicuraz. (2) (3)	Fondi Pensione (3)	Patrimonio Totale
1995	25,0	36,0	20,2	18,9	100,0
1996	30,5	36,4	18,8	14,3	100,0
1997	40,4	32,1	16,8	10,7	100,0
1998	52,8	25,4	13,8	8,0	100,0
1999	55,2	21,0	18,7	5,1	100,0
2000	54,4	18,5	19,5	7,6	100,0
2001	44,4	24,0	22,9	8,7	100,0
2002	39,8	26,5	27,6	6,1	100,0

Note: (1) Sono compresi i fondi esteri e le Sicav;
(2) Al netto delle quote dei fondi comuni; (3) Dati stimati;

Fonte: Banca d'Italia e nostre elaborazioni

Sostanzialmente stabile è l'incidenza degli strumenti di risparmio gestito sulle attività finanziarie delle famiglie italiane, che a fine 2002 si è attestata al 32,8% (contro il 32,6% di fine 2001)¹. Tale incidenza, sebbene allineata a quella degli altri principali paesi industrializzati – ad eccezione di quella dei paesi anglosassoni – presenta un accentuato disallineamento per quanto riguarda la componente rappresentata dal risparmio con finalità previdenziali, che in Italia si attesta a circa un terzo del risparmio gestito.

La raccolta del risparmio da parte dei fondi comuni italiani. Nel corso dei primi 5 mesi del 2003 la raccolta netta dei fondi comuni di investimento gestiti da intermediari italiani² è stata positiva per 15.931 milioni di euro (contro una raccolta negativa per 4.096 milioni di euro nell'intero anno precedente e per 1.912 nel 2001).

Per quanto riguarda la ripartizione per categorie (TAB. 5.3), la raccolta netta è risultata negativa per i fondi azionari e bilanciati, positiva per gli altri comparti: -6.445 milioni di euro per i fondi azionari (-9.203 milioni l'intero anno precedente e -12.074 nel 2001); -4.487 milioni di euro per i fondi bilanciati (-12.283 milioni nel 2002 e -16.135 milioni nel 2001); +13.614 milioni per i fondi obbligazionari (-14.958 milioni nel 2002 e +3.425 milioni nel 2001). I fondi di liquidità hanno avuto una raccolta positiva per 12.134 milioni (+29.935 milioni nel 2002 e +23.844 milioni di euro nel 2001) mentre per quelli flessibili la raccolta è stata positiva per 1.115 milioni di euro (+2.414 milioni nel 2002 e -971 milioni nel 2001).

La dinamica della raccolta netta, misurata in percentuale del patrimonio gestito di fine periodo precedente, mostra (TAB. 5.3) valori pari a -6,2% per i fondi azionari, -10,9% per i fondi bilanciati, +6,1% per i fondi obbligazionari, +14,8% per i fondi di liquidità e +13,6% per i fondi flessibili. A livello complessivo, il contributo apportato dalla raccolta netta positiva rispetto al patrimonio netto gestito a fine 2002 è stato pari a +3,1%.

¹ Cfr. Banca d'Italia, Relazione annuale 2002, p. 288.

² A partire da questo numero si allarga il perimetro del fenomeno sottoposto a rilevazione rispetto a quanto fatto in precedenza; si parlerà quindi di fondi comuni gestiti da intermediari italiani (includendo quindi, oltre ai fondi comuni di diritto italiano, anche i fondi di diritto estero gestiti da intermediari italiani e i fondi lussemburghesi "storici", ove esistenti).

Il patrimonio netto complessivo dei fondi comuni gestiti da intermediari italiani è passato da 508.757 milioni di euro a fine 2001 a 458.230 a fine 2002 a 481.036 milioni di euro a fine maggio 2003 (+5%). 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 -8,6% per i fondi azionari, a -11,1% per i fondi bilanciati, a +5,7% per i fondi obbligazionari, a +13,9% per i fondi di liquidità e a +8,9% per i fondi flessibili.

TAB. 5.3 – Raccolta netta dei fondi comuni gestiti da intermediari italiani

Categorie di fondi	2001	2002	2003 gen-mag
valori assoluti (in milioni di euro)			
Azionari	-12.074	-9.203	-6.445
Bilanciati	-16.135	-12.283	-4.487
Obbligazionari	3.425	-14.958	13.614
Liquidità	23.844	29.935	12.134
Flessibili	-971	2.414	1.115
Totale	-1.912	-4.096	15.931
in % del patrimonio di fine periodo precedente			
Azionari	-5,72%	-5,87%	-6,20%
Bilanciati	-19,67%	-20,53%	-10,95%
Obbligazionari	1,52%	-6,34%	6,11%
Liquidità	95,01%	59,87%	14,77%
Flessibili	-12,21%	38,98%	13,55%
Totale	-0,35%	-0,78%	3,07%

Fonte: Assogestioni e nostre elaborazioni.

Il peso delle diverse categorie di fondi si è così evoluto nel periodo in esame: i fondi obbligazionari rappresentavano a fine maggio 2003 il 50,2% del patrimonio complessivo (48,7% a dicembre 2002, 46,4% a fine dicembre 2001); i fondi azionari il 20,2% (22,7% a fine 2002, 30,8% a fine 2001), i fondi bilanciati il 7,8% (8,9% a fine 2002, 11,8% a fine 2000). L'incidenza dei fondi di liquidità era pari al 19,9% (17,9% a fine 2002; 9,8% a fine 2001) e quella dei fondi flessibili all'1,9% (1,8% a fine 2002 e 1,2% a fine 2001).

La concentrazione del settore, calcolata a livello di gruppo, vede i primi 3 gruppi (rispettivamente SanPaolo-Imi con il 21,19%, Intesa con il 18,05% e UniCredito con il 13,28%), detenere a fine maggio 2003 il 52,53% del patrimonio

netto complessivo gestito da società di gestione del risparmio italiane (a fine 2002 la loro quota era pari al 50,5%); i primi 5 (comprendendo quindi anche Capitalia con il 6,21% e Arca con il 5,12%) rappresentavano il 63,85% (contro il 62,7% detenuto dalle stesse società a fine 2002 e il 61,9% a fine 2001). La concentrazione del settore è dunque lievemente aumentata, se misurata sulle quote di mercato delle prime società, a causa essenzialmente dell'ingresso all'interno del perimetro del gruppo SanPaolo-Imi della società di gestione Eptaconsors. La quota di mercato dei primi dieci gestori è infatti rimasta pari all'80% (a fine dicembre 2002 Eptaconsors era infatti il decimo gestore per dimensioni).

Dal 1° luglio è entrata in vigore la nuova classificazione dei fondi comuni d'investimento (in totale ora le categorie sono quarantadue); la revisione della classificazione ha l'obiettivo di offrire agli investitori un'idea più precisa circa la collocazione e le politiche di investimento dei fondi. Ad esempio, per il comparto obbligazionario (che prevede 14 nuove categorie), al sistema di classificazione basato sui rischi di mercato viene affiancata una classificazione basata sul rischio di credito. Per il comparto azionario invece un maggior grado di dettaglio riguarda i fondi settoriali (precedentemente indistinti) che sono distribuiti in macro-settori merceologici, mentre i fondi di liquidità (precedentemente previsti solo per l'area euro) sono distinti per area valutaria (euro, dollaro, yen, altre valute). Nessuna modifica interessa la classificazione dei fondi bilanciati e flessibili. A completamento dell'informazione, la classificazione è integrata dai cosiddetti "bollini" (protetto, garantito, etico, indicizzato) che sintetizzano quindi le politiche di investimento seguite.

5.3 Gli scambi di titoli quotati

Il controvalore degli scambi di titoli trattati sui mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana SpA ha mostrato nei primi 5 mesi del 2003 una sostanziale stabilità rispetto a quanto osservato l'anno precedente.

Per quanto riguarda gli scambi di azioni quotate (TAB. 5.4) si è osservato un lieve progresso del controvalore scambiato, pari nel periodo gennaio-maggio 2003 a 241,7 miliardi di euro, con una media giornaliera pari a 2.441 milioni di

euro, (+7,6% rispetto ai 2.264 milioni di euro del 2002). In ripresa è risultata anche l'attività sul mercato ristretto, con scambi complessivi nel periodo pari a 122 milioni di euro e una media giornaliera pari a 1,24 milioni di euro (1,1 milioni in media nel 2002). Il Nuovo Mercato ha invece mostrato una pesante flessione nel volume dell'attività, con una media di scambi giornaliera pari a 31 milioni di euro, contro i 41 milioni del 2002 (-25%; si tenga conto che la media giornaliera era pari a 81,6 milioni del 2001 e a 116 milioni nel 2000).

**TAB. 5.4 – Scambi sui mercati regolamentati gestiti
dalla Borsa Italiana Spa** (valori in milioni di euro)

Strumento	2001	2002	2003 gen-mag
Azioni italiane borsa	599.233	562.270	238.491
Azioni italiane m. ristretto	399	287	122
Azioni italiane NM	20.372	10.384	3.067
Totale azioni	620.004	572.940	241.681
Warrant	1.151	721	105
Covered warrant	20.780	18.284	3.665
Obbl.convertibili	1.624	1.706	753
Fondi Chiusi		68	55
Fondi Aperti e ETF		206	389
Diritti	1.060	119	57
Obbligazioni	10.981	10.889	6.030
Tit. Stato (Mot)	126.015	150.879	54.442
Strumenti derivati			
Fib30:			
Num. contratti	4.634.329	4.877.464	1.982.359
val. scambi	829.416	673.836	231.178
Mini-Fib:			
Num. contratti	1.400.135	2.132.937	1.234.044
val. scambi	49.359	58.078	29.081
Midex:			
Num. contratti	743	774	188
val. scambi	50	48	9
Futures su azioni			
Num. contratti		59.853	213.169
val. scambi		328	897
Mibo30:			
Num. contratti	2.716.271	2.588.402	1.151.866
val. scambi	246.555	176.513	67.453
Isoalfa:			
Num. contratti	8.329.533	7.587.199	3.343.885
val. scambi	56.053	34.879	13.059

Fonte: nostra elaborazione su dati Borsa Italiana Spa.

Il coefficiente di *turnover* - rapporto fra il controvalore degli scambi e la semisomma della capitalizzazione di inizio e fine periodo - per i titoli azionari quotati in borsa è stato nel periodo in esame pari al 122% (127% nel 2002 e 93% del 2001); per il Nuovo Mercato lo stesso coefficiente è stato pari a 120% (anche a seguito della marcata riduzione della capitalizzazione), sostanzialmente sui livelli del 2002 e del 2001.

Il mercato dei *covered warrant* ha mostrato una importante flessione (-49%), in media giornaliera (pari a 37 milioni di euro), rispetto ai livelli, pari a 72,6 milioni di euro in media giornaliera, osservati nel 2002 (nel 2001 la media giornaliera era stata pari a 82,5 milioni di euro e nel 2000 a 122 milioni di euro).

Per quanto riguarda gli scambi di strumenti a reddito fisso trattati sul Mot, un significativo aumento degli scambi ha interessato le obbligazioni (61 milioni di euro in media giornaliera, contro i 43 dell'anno precedente: +41%) mentre si è osservata una lieve flessione (-8,2%) degli scambi su titoli di Stato, pari nel periodo a 550 milioni di euro in media giornaliera (contro i 599 milioni dell'anno precedente).

In relazione agli scambi di strumenti derivati il quadro appare variegato. Il valore degli scambi sul contratto Fib30 è stato pari a 231.178 milioni di euro, con media giornaliera (in calo del 12,7% rispetto all'anno precedente) pari a 2.335 milioni (contro i 2.674 milioni in media del 2002 e i 3.291 milioni del 2001). Sul contratto mini-Fib invece il controvalore degli scambi, pari complessivamente a 29.081 milioni di euro, è risultato in aumento (+27,5% in media giornaliera, passata da a 230 a 294 milioni di euro). In progressivo ulteriore inaridimento invece il contratto *futures* sul Midex, sul quale nel periodo sono stati fatti solo 188 contratti (774 nel 2002 e 743 nell'intero 2001) per un controvalore complessivo scambiato pari a 9 milioni di euro (48 milioni nel 2002 e 50 milioni nell'intero 2001); la media giornaliera degli scambi è stata pari a 90.000 euro.

Una modesta flessione (-2,7%) ha interessato anche gli scambi su opzioni sul Mib30 (contratto Mibo30) con un controvalore medio scambiato giornalmente che è passato da 700 milioni di euro nel 2002 a 681 milioni nel periodo in esame (la media giornaliera scambiata era però pari a 978 milioni nel 2001 e 1.273 milioni di euro nel 2000). Dello stesso ordine di grandezza la riduzione del livello di attività (-4,7%) sul segmento dei contratti di opzione su singoli titoli (contratti

Isoalfa), il cui controvalore scambiato è passato da una media giornaliera di 138,4 milioni di euro a 131,9 milioni (222,4 milioni nel 2001).

Uno sviluppo a ritmi elevati ha invece interessato i contratti *futures* su singole azioni: nel periodo esaminato sono stati conclusi oltre 213.000 contratti per un controvalore complessivo pari a 897 milioni di euro. La media giornaliera degli scambi è sostanzialmente triplicata, passando da 2,9 milioni di euro a 9,1 milioni.

Il processo di adeguamento del modello di mercato italiano al *market model* europeo è proseguito, nel periodo in esame, con la revisione degli orari di negoziazione che ha interessato sostanzialmente tutti i segmenti di mercato. Senza entrare nei singoli dettagli per i quali si rinvia ai Regolamenti e alla relative Istruzioni (disponibili sul sito www.borsaitalia.it), l'adeguamento ha comportato, a partire dal 23 giugno 2003, un anticipo dell'avvio della fase di negoziazione continua, che ora inizia alle 9:10 anziché alle 9:30 per i segmenti Blue Chips e Star del MTA e un prolungamento della fase di pre-asta (con conseguente compressione delle fasi di validazione e di asta di apertura) per i segmenti ordinari classe 1 e classe 2 del MTA. Lo stesso cambiamento ha riguardato gli orari di funzionamento del Mercato Ristretto, mentre il Nuovo Mercato segue gli orari dei segmenti Blue Chips e Star del MTA. L'anticipo della fase di negoziazione continua alle ore 9:10 (e il conseguente prolungamento della sua durata) ha interessato anche i mercati per i quali tale fase è l'unica modalità negoziale, come il MTF (Mercato Telematico dei Fondi) e il MCW (Mercato dei Covered Warrant) nonché l'Idem.

TAB. 5.5 – Quadro sinottico dei nuovi orari di negoziazione

Mercato	Pre-apertura	Validazione	Apertura	Continua	Pre-chiusura	Chiusura
MTA Blue Chips	8:00-9:00	9:01-9:05	9:05-9:10	9:10-17:25	17:25-17:35	17:36:17:40
MTA Star	8:00-9:00	9:01-9:05	9:05-9:10	9:10-17:25	17:25-17:35	17:36:17:40
MTA ord. 1	8:00-10:50	10:51-10:55	10:55-11:00	11:00-16:25	16:25-16:35	16:36:16:40
MTA ord. 2	8:00-10:50	10:51-10:55	10:55-11:00	-	11:00-16:35	16:36:16:40
Mercato Ristretto	8:00-10:50	10:51-10:55	10:55-11:00	-	11:00-16:35	16:36:16:40
Nuovo Mercato	8:00-9:00	9:01-9:05	9:05-9:10	9:10-17:25	17:25-17:35	17:36:17:40
MCW	-	-	-	9:10-17:25	-	-
MTF cl. 1	-	-	-	9:10-17:25	-	-
MTF cl. 2	8:00-10:50	10:51-10:55	10:55-11:00	-	11:00-16:35	16:36:16:40
Idem	-	-	-	9:00-17:40	-	-

Dal maggio 2003 è stato inoltre introdotto per i mercati *spot* gestiti da Borsa Italiana il nuovo sistema di Controparte Centrale, gestito dalla Cassa di Compensazione e Garanzia in luogo degli attuali sistemi di garanzia dei contratti a pronti (Fondo di Garanzia Contratti, già gestito dalla Cassa di Compensazione e Garanzia). Oggetto della garanzia del nuovo sistema sono i contratti su azioni, obbligazioni convertibili warrant e quote di fondi mobiliari e immobiliari chiusi. Tutti gli intermediari operanti sui mercati *cash* devono aderire al servizio di controparte centrale e tale adesione potrà essere diretta (in qualità di Partecipante Generale oppure di Partecipante Individuale) oppure indiretta (attraverso la stipulazione di accordi con un Partecipante Generale). A seguito di tale innovazione, anche sul mercato a contanti è stato introdotto il meccanismo dei margini, che sono calcolati secondo la metodologia TIMS (Theoretical Intermarket Margin System, già utilizzata per le opzioni negoziate sull'Idem). La CCG quindi si interpone tra compratore e venditore, diventando la controparte di ciascuno. Il meccanismo di garanzia è infine rafforzato dall'istituzione del Default Fund, che è alimentato dai contributi mensili di ciascun partecipante, calcolati in proporzione ai margini versati. In caso di inadempimento da parte di un partecipante al mercato le risorse occorrenti saranno impiegate nel seguente ordine: margini versati dal partecipante, suoi versamenti al Default Fund; riserve della CCG (sino a 5 milioni di euro); rimanenti risorse disponibili nel Default Fund; altre risorse della CCG.

5.4 L'industria del risparmio gestito e il risparmio previdenziale

La circostanza, rilevata nel precedente paragrafo 5.2, che nel nostro paese il risparmio previdenziale assuma un ruolo relativamente marginale all'interno dell'industria del risparmio gestito necessita di talune riflessioni alla luce altresì del fatto che ormai in quasi tutti i paesi industrializzati si rileva un incremento della domanda di prodotti di risparmio previdenziale. Domanda che trova impulso nei mutamenti demografici in atto e nelle difficoltà – più o meno evidenti – a cui sono soggetti i sistemi previdenziali pubblici che a loro volta stanno portando ad un ridimensionamento dei sistemi previdenziali a ripartizione a vantaggio di forme di previdenza integrativa private a capitalizzazione.

Una recente ricerca³ sottolinea come il risparmio previdenziale potrebbe costituire il *driver* in grado di sostenere nei prossimi anni lo sviluppo dell'industria del risparmio gestito. Si oppone, tuttavia, a questa possibilità il persistere nei paesi dell'Europa continentale di sistemi di previdenza obbligatoria che assicurano prestazioni relativamente elevate al cittadino, in ciò differenziandosi da quanto avviene nei paesi anglosassoni. Ne', allo stato attuale delle riforme dei sistemi pensionistici di paesi quali Italia, Francia e Germania, è prevedibile un drastico ridimensionamento del ruolo della previdenza obbligatoria.

Al riguardo, un altro recente lavoro⁴ evidenzia le difficoltà dell'affermarsi di un sistema a capitalizzazione capace di sostituire la previdenza obbligatoria pubblica costruita su schemi a ripartizione. Viene infatti rilevato che anche nei paesi in cui forme di previdenza a capitalizzazione risultano più accentuate (si pensi a Regno Unito, Stati Uniti e all'esperienza particolare del Cile), queste, nella quasi totalità dei casi, operano su base volontaristica dell'aderente, che non si sente sufficientemente tutelato dalla copertura previdenziale obbligatoria, solitamente in grado di assicurare solo livelli minimali di sussistenza. E' quindi la consapevolezza di una "bassa protezione" che induce i cittadini a premunirsi con forme di previdenza integrativa, e tale atteggiamento è da inquadrarsi più nella logica di risparmio accumulato che non in quella della previdenza "pura". Infatti, il lavoro citato rileva come le adesioni volontarie in questi paesi risultano essere più diffuse negli strati di popolazione a maggiore reddito e a maggiore livello di istruzione, per i quali – oltre alle più elevate disponibilità finanziarie – è più presente la consapevolezza della previdenza integrativa quale strumento per assicurarsi al termine dell'età lavorativa un tenore di vita compatibile con quello tenuto in precedenza.

In entrambe le indagini citate si mettono in evidenza anche i problemi correlati alla rivalutazione delle risorse accantonate e al rischio associato alla gestione degli investimenti alimentati dalle risorse degli aderenti. Infatti, nei paesi anglosassoni nel corso degli anni Novanta è aumentata la propensione ad attribuire i rischi dell'investimento previdenziale in capo al risparmiatore-investitore legando l'adeguatezza delle prestazioni all'evoluzione dei mercati finanziari (soprattutto

³ Cfr. P. Brighi, A. Landi, G. Lusignani, *L'evoluzione del risparmio gestito nei principali sistemi finanziari*, Ente Einaudi, Quaderni di ricerca n. 49, 2003.

⁴ Cfr. R. Artoni, A. Casarico, *Note sulla previdenza integrativa*, Econpubblica, Università Bocconi, WP 91, 2003.

azionari). A tale proposito non sembra essere confermata la circostanza che un sistema a capitalizzazione abbia anche il vantaggio di favorire una più accentuata rivalutazione delle risorse accantonate a motivo del più spiccato rendimento ricavabile dagli investimenti in strumenti rischiosi. Al contrario, un'analisi condotta negli Stati Uniti su un arco temporale pari agli ultimi vent'anni rivela che un investimento pensionistico a capitalizzazione (tipicamente individuale) avrebbe conseguito un rendimento superiore a quello riconducibile ad un sistema a ripartizione; se però dal rendimento dovesse essere sottratto l'impatto dei costi di gestione, della mancata copertura inflazionistica e dell'elevata variabilità dei rendimenti azionari, il vantaggio richiamato verrebbe meno⁵.

Da quanto precede, appare in modo chiaro che lo sviluppo di forme pensionistiche integrative trova terreno fertile solamente in corrispondenza di una forte riduzione (o della percezione di una possibile forte riduzione) delle prestazioni pubbliche obbligatorie; in altri termini, non è ipotizzabile una forte e diffusa domanda di prodotti di risparmio previdenziale quando una quota consistente delle retribuzioni è obbligatoriamente destinata a questi fini.

Pertanto lo scarso peso dei prodotti previdenziali tra le attività finanziarie delle famiglie italiane trova nella precedente affermazione una importante e prevalente giustificazione.

Tuttavia, può essere opportuno in questa sede richiamare alcune altre ragioni che possono costituire un ulteriore freno alla diffusione dei prodotti di risparmio previdenziale nel nostro paese.

Tra esse in primo luogo va richiamata la circostanza che spesso non risultano chiari i tratti che contraddistinguono gli investimenti di natura previdenziale da quelli finanziari "tradizionali". Infatti, una prima sostanziale differenza riguarda la natura delle risorse oggetto di investimento: mentre nel caso degli investimenti finanziari in senso stretto l'investitore decide come allocare le risorse finanziarie di cui già dispone, nel caso degli investimenti con finalità previdenziali la decisione riguarda come investire delle risorse finanziarie che al momento non sono disponibili ma che lo saranno in futuro. E' il caso tipico, ad esempio, del lavoratore dipendente che aderendo ad un fondo pensione stabilisce quanta parte del monte di stipendi futuri deve essere destinata ad investimenti con finalità previdenziali. Inoltre, a caratterizzare l'investimento finanziario rispetto a

⁵ Cfr. R. Artoni, A. Casarico, *Note sulla previdenza integrativa*, cit., pp 18-19.

quello previdenziale è il differente orizzonte temporale. Date le diverse motivazioni che sottendono l'investimento finanziario e quello previdenziale (nel primo caso con l'obiettivo di garantirsi – generalmente nel breve-medio periodo – entrate di natura finanziaria utilizzando il risparmio accumulato, nel secondo caso con l'obiettivo di costituire poco per volta un capitale da utilizzare quale complemento delle risorse pensionistiche), l'orizzonte temporale degli investimenti di natura finanziaria non può che essere di breve e medio periodo mentre l'orizzonte temporale degli investimenti con finalità previdenziale non può che essere di lungo periodo e coincidente con la durata del periodo lavorativo del soggetto aderente. Ne consegue, pertanto, che l'investimento finanziario può anche avere (ma non necessariamente deve avere) un orizzonte temporale di lungo periodo, coerentemente con le aspettative e le esigenze finanziarie dell'investitore; non può invece accadere che un investimento previdenziale possa avere un orizzonte temporale diverso da quello di lungo periodo.

In secondo luogo, non vanno nemmeno sottaciute talune altre ragioni del ritardato sviluppo del risparmio previdenziale nel nostro paese quali:

- l'iter legislativo spesso lungo e confuso che ha caratterizzato la disciplina dei fondi pensione;
- la circostanza che lo strumento “fondo pensione” non pare essere particolarmente gradito ai lavoratori, probabilmente perché da questi non ancora conosciuto nonostante gli sforzi operati da varie componenti del mondo del lavoro (si pensi al sindacato, alle stesse aziende, alle istituzioni, ecc.). E' un processo di “alfabetizzazione” dei lavoratori che non può avere comunque tempi brevi anche perché è ancora molto forte la convinzione nella capacità della previdenza pubblica (il cosiddetto “primo pilastro”) di soddisfare il bisogno primario della pensione;
- la struttura del tessuto imprenditoriale italiano – come noto caratterizzato da una elevatissima incidenza delle imprese piccole e medie – che non favorisce la raccolta delle adesioni dei lavoratori, e l'elevata incidenza degli oneri previdenziali a carico delle imprese;
- la scarsa fiducia del pubblico nelle competenze dei gestori (alla luce anche della recente evoluzione dei mercati finanziari), i quali, tra l'altro, si trovano a dover operare in un settore nuovo con problemi molto complessi non solo riferiti alla gestione degli investimenti, ma anche – e soprattutto – alla gestione

amministrativa del processo di raccolta delle adesioni e della loro amministrazione.

5.5 Le operazioni di cartolarizzazione dei crediti: caratteristiche tecniche *

Le operazioni di *securitisation* si sono diffuse ampiamente, come noto, anche nel nostro Paese dopo l'emanazione della L.130/1999⁶ che ha disciplinato organicamente la materia, introducendo numerose innovazioni sul piano civilistico e fiscale ed eliminando al contempo talune incertezze interpretative. Numerosi fattori sia di domanda sia di offerta frenavano tali operazioni: il contesto operativo e di mercato che non spingeva a cartolarizzare crediti, la scarsa conoscenza della tecnica e quindi la difficoltà di valutare correttamente la convenienza dell'operazione, la limitata diffusione del *rating*, la bassa standardizzazione dei criteri di valutazione del rischio e delle forme di erogazione dei prestiti nonché l'insufficiente disponibilità di informazioni relative alla performance di classi omogenee di titoli.

Le operazioni di *securitisation* sono state realizzate nel nostro Paese a partire dal 1990 con cadenza sporadica e per importi molto difforni, ma tendenzialmente crescenti soprattutto dal 1994. Le prime operazioni sono state effettuate da società di leasing, soprattutto al fine di rispettare i *ratios* patrimoniali di vigilanza imposti anche agli intermediari finanziari non bancari, e da società finanziarie primarie. Le imprese non finanziarie, nella maggior parte di grandi dimensioni quali Olivetti, Parmalat e Alitalia, sono entrate sul mercato a partire dal 1994 cartolarizzando essenzialmente crediti commerciali. Le banche, attive dal 1996, hanno cartolarizzato prevalentemente crediti in sofferenza al fine di migliorare la qualità del portafoglio prestiti.

Nel 2001 in particolare il mercato aveva subito una forte espansione con oltre 60 operazioni con *rating*, per un ammontare complessivo di 31,8 miliardi di euro (11,7 miliardi di euro e 30 operazioni nel primo semestre). Le emissioni totali (pari ad 11 miliardi di euro) erano triplicate rispetto al 2000 consentendo al nostro Paese di divenire il principale operatore nell'Europa continentale nel

* A cura di Davidia Zucchelli.

⁶ Legge n.130 del 30 aprile 1999, "Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti", pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale n.111 del 14 maggio 1999, Serie Generale.

settore, preceduto solo dalla Gran Bretagna per ammontare complessivo di nuove emissioni. Nel corso del primo semestre del 2002 l'ammontare delle operazioni di cartolarizzazione è risultato in linea con quello dello stesso periodo dell'anno precedente, nonostante una flessione del numero di operazioni (20 operazioni per 11,8 miliardi di euro). Ciò ha determinato l'incremento dell'ammontare medio per singola operazione (588 milioni di euro nel primo semestre del 2002 contro 392 milioni di euro nel corrispondente periodo del 2001). Inoltre, con riferimento alla struttura delle operazioni proposte, nel primo semestre del 2002, l'82% delle operazioni è stato di tipo “*funded*”, (contro la totalità delle operazioni dello stesso periodo del 2001), ossia operazioni che consistono in una cessione di crediti finanziata con emissione di titoli o con prestito bancario; ad esse si contrappongono le operazioni “*unfunded*” (o sintetiche) nelle quali la cessione non riguarda poste dell'attivo (credito o flussi di cassa), ma il rischio di credito associato ad essi attraverso la stipulazione di un *credit default swap* con una controparte solitamente bancaria.

Il nostro mercato si è sempre caratterizzato per una elevata “creatività” e disponibilità all'innovazione⁷ (si pensi all'operazione Lotto, o alla più recente Credico Funding, un caso di *multi-origination* che ha consentito a 116 banche piccole di raggiungere la massa critica necessaria per ricorrere al mercato nonché a Golden Bar un'operazione interamente sintetica su un portafoglio di credito al consumo originata da Finconsumo), ma nell'ultimo anno è andato aumentando anche il grado di standardizzazione. Contratti e strutture creati in passato per operazioni che si sono dimostrate efficaci sono stati poi riutilizzati, con modifiche solo parziali, dovute al naturale e fisiologico sviluppo del mercato. L'uniformità delle metodologie e delle *technicalities* assume una notevole importanza nel settore delle cartolarizzazioni dal momento che consente sia un più facile collocamento dei titoli, sia una più veloce e corretta valutazione rispetto ai *benchmark* nelle successive fasi di negoziazione da parte degli investitori.

Nel corso del 2002 sono stati “ripetuti” *deals* effettuati negli anni precedenti, ma non sono mancati nuovi partecipanti (ad esempio nuovi *arrangers*, ma anche nuovi *servicers*, soprattutto unità di banche dedicate alla gestione delle partite in sofferenza) e nuovi emittenti (quali imprese, banche ed enti pubblici).

⁷ Cfr. Moody's, *Italy's Structured Finance Market: Fast and Furious with Diversity and Creativity Driving Record Growth*, 30.1.2002.

La diversificazione delle classi di titoli emessi rimane una caratteristica del nostro sistema, sebbene il leasing ed in misura leggermente inferiore i mutui residenziali mostrino tuttora una relativa prevalenza. Il confronto dell'incidenza percentuale dei volumi per *asset* nel primo semestre degli ultimi due anni (TAB. 5.6) evidenzia un forte calo del settore pubblico (dal 31% al 2%) e delle sofferenze (*Non Performing Loans* – NPLs) (dal 14% al 3%).

TAB. 5.6 – Volumi per *asset* (in valori %)

	I semestre '01	I semestre '02
Obbligazioni banche BCC	-	6
Flussi futuri	-	1
Leasing	15	34
Sofferenze	14	3
Mutui residenziali	20	27
CDO	1	17
Credito al consumo	7	10
Settore Pubblico	31	2
Altro	6	-
Bollette telefoniche	6	-
<i>Totale</i>	<i>100</i>	<i>100</i>

Fonte: Moody's.

Con riferimento alle NPLs, l'emanazione della L. 130/1999 ha segnato una forte accelerazione consentendo alle banche di diluire in cinque anni le perdite subite dalla vendita di NPLs per le operazioni effettuate nei due anni successivi alla sua entrata in vigore. Ad oggi sono state effettuate 32 transazioni di NPLs in Italia, per un ammontare di circa 10 miliardi di euro. Cessato il vantaggio fiscale, nel 2002 il numero delle operazioni è drasticamente diminuito, ed è improbabile che gli ammontari del biennio 1999-2001 si ripetano, non solo per il venir meno di tale vantaggio, ma anche perché le banche hanno modificato le procedure di *underwriting* e *servicing*⁸. Tuttavia, a fine marzo 2003 le sofferenze complessivamente nel bilancio delle banche italiane erano pari a 46,4 miliardi di euro⁹, ossia un ammontare che può ancora costituire la condizione per un ricorso significativo ad operazioni di cartolarizzazione. Va considerato inoltre che in genere, le operazioni NPLs con *rating* in passato hanno offerto una performance migliore delle

⁸ Fitch, *Italian NPLs: Market Update and Performance Comparison*, 2 June 2003.

⁹ Banca d'Italia, Relazione per l'anno 2002, Tav.D11, p.264.

aspettative¹⁰. Talune emissioni per contro hanno subito una riduzione del *rating* o per rimborsi inferiori alle aspettative o per tempi di recupero più lunghi del previsto.

È auspicabile peraltro che il ricorso alla cartolarizzazione avvenga da parte delle banche non solo per migliorare la qualità del portafoglio crediti, come è stato finora, ma anche al fine di attuare una gestione più efficiente dell'attivo e del passivo di bilancio. La cartolarizzazione può consentire alla banca di concentrarsi sulla propria *core competence* (*origination*, analisi dei rischi, amministrazione, mantenimento della relazione con i clienti) limitandosi a gestire quelle fasi del processo del *lending* nelle quali essa ha un vantaggio comparativo. Ciascuna banca potrebbe concentrarsi cioè su alcune fasi del processo di *lending*, senza tenere i crediti in bilancio esponendosi ai relativi rischi e alla connessa necessità di capitale.

Un ruolo di primo piano per lo sviluppo delle operazioni di cartolarizzazione nel nostro Paese è stato svolto dal settore pubblico che, sulla base del combinato disposto di alcune norme speciali e della L.130/1999, dal 1999 ha originato nove operazioni per un ammontare complessivo di 22,6 miliardi di euro con tre classi di *asset* (segnatamente contributi sociali (INPS e INAIL), flussi futuri derivanti da Lotto e da SuperEnalotto (SCCPP) ed immobili (SCIP)). Nel 2002 il settore pubblico ha effettuato emissioni legate ad operazioni di cartolarizzazione per 9,6 miliardi di euro¹¹, determinando un ammontare complessivo di titoli in circolazione attualmente pari a circa 16 miliardi di euro¹².

La *securitisation* infatti può rappresentare un valido strumento per il risanamento finanziario, come è stato nel caso INPS e INAIL, ma anche per la riorganizzazione del sistema di riscossione dei crediti, che come noto è ancora estremamente farraginoso e spesso, a causa dei lunghi tempi di riscossione e delle complessità burocratiche e legali porta persino alla cancellazione/rinuncia delle poste non incassate nei termini dovuti. Nel prossimo futuro è atteso un ampio ricorso alla *securitisation* in particolare da parte delle amministrazioni regionali, considerando che anche per il settore pubblico le *performances* sono state in

¹⁰ Fitch ad esempio ha sottoposto a *downgrade* solo alcune classi di ICR5 (*International Credit Recovery*5), mentre ha sottoposto ad *upgrade* le *notes* il cui *rating* era direttamente legato a quello della Repubblica Italiana (alzato nel giugno 2002 da AA- a AA). Nella maggior parte dei casi il *rating* è stato confermato.

¹¹ Cfr. Banca d'Italia, Relazione per l'anno 2002, p.311.

¹² Cfr. Fitch, *Italian Government Securitization-Performing Assets*, March 2003.

genere migliori delle aspettative e numerose *tranches* sono state rimborsate alle scadenze previste. Anche la costituzione di Patrimonio dello Stato Spa, la società a cui è stata affidata la gestione e la cessione degli immobili pubblici, autorizzata ad effettuare operazioni di securitisation, potrebbe contribuire a nuove emissioni.

Essenziale tuttavia per garantire un adeguato sviluppo della cartolarizzazione anche nel nostro Paese è la creazione di un efficiente mercato secondario, che consenta l'ampia diffusione di tali titoli anche fra i sottoscrittori *retail*.

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

Sono attualmente disponibili i seguenti :

- 1) **Luca Papi**, Debito delle imprese e rischio di credito delle banche (dicembre 1991). Pubblicato in *"Note Economiche"*, n. 1-2/1992.
- 2) **Giorgio Calcagnini**, Market Efficiency and Demand for Capital : A Theoretical and Empirical Analysis (gennaio 1992). Pubblicato in *"Economic & Financial Computing"*, vol. 2, n. 3, Fall 1992.
- 3) **Giuseppe Marotta**, L'allocazione del credito commerciale tra le imprese italiane (marzo 1992).
- 4) **Marco Lossani e Patrizio Tirelli**, Simple rules, fiscal policy and foreign wealth targets in a monetary union (aprile 1992). Pubblicato in *"Scottish Journal of Political Economy"*, vol. 41, n. 4, November 1994.
- 5) **Luigi Paolo Guerra**, Politiche di stabilizzazione in America Latina: alcuni insegnamenti (settembre 1992).
- 6) **Andrea Pezzoli e Giovanni B. Pittaluga**, Teoria austriaca dell'imprenditore e banca universale (ottobre 1992).
- 7) **Eliana Baici e Carlo Dell'Aringa**, The EMS effect on the italian labour market (dicembre 1992). Pubblicato in C. DELL'ARINGA (a cura di), *"Caratteri strutturali dell'inflazione italiana"*, Ed. Il Mulino, Bologna.
- 8) **Flavia Ambrosanio e Massimo Bordignon**, Tassazione dei redditi societari in Europa: problematiche teoriche, istituzioni e proposte politiche in vista dell'unificazione europea. Parte I : le problematiche teoriche, (gennaio 1993).
- 9) **Piera Mazzoleni e Giovanni Breda**, La riserva obbligatoria : un'analisi comparata dell'onere implicito per le banche (giugno 1993).
- 10) **Maurizio Baussola**, Attività economica reale e quotazioni azionarie (ottobre 1993).
- 11) **Carlo A. Favero e Luca Papi**, Technical and scale efficiency in the Italian Banking Sector. A non-parametric approach (novembre 1993). Pubblicato in *"Applied Financial Economics"* n. 27, 1995.
- 12) **Giovanni Verga e Adelmo Tedeschi**, Struttura dei tassi per scadenza, efficienza dei mercati e previsioni dei tassi futuri. Pubblicato in *"Il Risparmio"*, n. 4-5 luglio-ottobre 1996.
- 13) **Giovanni B. Pittaluga e Elena Seghezza**, Gli effetti della sostituzione di "depositi con depositi" nella crisi degli anni Trenta in Italia (aprile 1995). Pubblicato in *"Studi e note di economia"*, n. 1/1996.
- 14) **Giuseppe Mastromatteo**, Offerta di credito e razionamento : aspetti strutturali e ciclici (ottobre 1995). Pubblicato in GIORGIO DELLACASA (a cura di), *"Economia delle piccole e medie imprese. Aspetti finanziari"*, F. Angeli, Milano, 1996.
- 15) **Leonio Rizzo**, Equalisation of Public Training Expenditure in a Cross-Border Labour Market (ottobre 1997).
- 16) **Massimo Bordignon, Silvia Giannini e Paolo Panteghini**, Corporate taxation in Italy: the 1998 Reform (ottobre 1998).

Gli interessati possono chiederne copia a :

Laboratorio di Analisi Monetaria

Università Cattolica del Sacro Cuore

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

e-mail: laboratorio.monetario@unicatt.it

sito web: www.assbb.it