



Università Cattolica del S. Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 1/2004

Rapporto redatto nel mese di **febbraio 2004** da:

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

con la **collaborazione** di: Giovanni Barone, Stefano Corona, Roberta Famà, Maurizio Marchiori e Elisabetta Scansani (segreteria).

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili a fine febbraio 2004.



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

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



INDICE

SINTESI	pag. I
COSTI E BENEFICI DELL'EURO	“ 1
1 – IL QUADRO MACROECONOMICO	“ 3
1.1 Il quadro internazionale	“ 3
1.1.1 Stati Uniti: l'espansione prosegue e si autoalimenta	“ 4
1.1.2 Giappone: segnali incoraggianti	“ 5
1.1.3 Stagnazione in Eurolandia e in Italia	“ 7
1.2 La supervisione sul settore finanziario e <i>corporate governance</i>	“ 8
1.2.1 La supervisione sul settore finanziario: alcuni principi	“ 8
1.2.2 La riforma della <i>corporate responsibility</i> negli USA: la Legge Sarbane-Oxley	“ 12
2 – LA FINANZA PUBBLICA	“ 19
2.1 L'IRES	“ 19
2.2 Gli effetti dell'IRES sulla tassazione delle persone fisiche	“ 24
2.3 Gli effetti della riforma sul gettito fiscale	“ 25
2.4 Alcune riflessioni generali	“ 26
2.5 I conti pubblici nel 2003	“ 30
3 – LA CONGIUNTURA MONETARIA E I TASSI D'INTERESSE	“ 33
3.1 Tassi ufficiali e aggregati monetari e creditizi	“ 33
3.2 I tassi di mercato, le aspettative e il cambio	“ 37
3.3 Mercato azionario e tassi <i>corporate</i>	“ 51
3.4 Le banche italiane: impieghi, raccolta e tassi di interesse	“ 59
3.5 Le previsioni dei tassi bancari	“ 67
4 – IL CREDITO AL CONSUMO	“ 69
4.1 Il credito alle famiglie: volumi e tendenze	“ 69
4.2 La struttura dell'offerta	“ 74
4.3 Le caratteristiche del credito al consumo in Italia	“ 76
4.4 Tassi, rischio, costi e redditività	“ 80
4.5 Qualche conclusione	“ 86
5 – STRUMENTI FINANZIARI E GESTIONE DEL RISPARMIO	“ 89
5.1 Il ricorso delle imprese al mercato dei capitali	“ 89
5.2 La gestione del risparmio	“ 91
5.3 Gli scambi di titoli quotati	“ 95
5.4 La direttiva 2001/108/CE in materia OICVM “armonizzati”	“ 98
5.4.1 Le disposizioni sull'acquisto di altri OICVM	“ 100
5.4.2 Le disposizioni sui limiti all'utilizzo di strumenti finanziari derivati	“ 103

SINTESI

Il quadro macroeconomico – Gli sviluppi recenti dell'attività economica in Italia e nel resto del mondo si caratterizzano per una diffusa varietà negli indicatori di ripresa ciclica dopo i difficili anni 2001 e 2002. Nei consuntivi o pre-consuntivi per il 2003 e nelle previsioni sul 2004 gli Stati Uniti e l'Est Asiatico (Giappone incluso) si presentano con buoni risultati e con buone prospettive di crescita, tanto da far ritenere che l'economia mondiale si indirizzi su un sentiero positivo di sviluppo. L'Europa Continentale e l'Italia in particolare stanno invece sperimentando una fase di ristagno caratterizzata da bassi tassi di crescita ed anche da un'inflazione che, pure storicamente bassa, si mantiene più elevata di quella americana. L'Italia in particolare ha sperimentato nell'ultimo trimestre dell'anno un andamento economico molto deludente, tale da costituire premessa non positiva per la crescita del 2004. Ha concorso ai negativi esiti congiunturali l'evento Parmalat che ha inciso pesantemente sulle aspettative e le intenzioni di spesa dei consumatori e imprese e che ha indotto il Governo ad ipotizzare modifiche dell'ordinamento in materia di tutela del risparmio con un provvedimento che sta iniziando l'iter di esame parlamentare.

La finanza pubblica – La riforma della tassazione delle società di capitali, unitamente con la parziale revisione del regime di tassazione dei redditi delle attività finanziarie sono entrate in vigore il 1° gennaio 2004.

La riforma prevede novità significative soprattutto per i gruppi e società per i quali, con l'introduzione del consolidato fiscale, sembra si prospetti una riduzione del prelievo effettivo. In realtà bisogna considerare che alla riduzione dell'aliquota d'imposta si accompagnano la soppressione della DIT e l'ampliamento della base imponibile. Viene inoltre anticipata parte della riforma della tassazione dell'attività finanziarie, con l'abolizione del credito d'imposta e l'inclusione in IRPEF del 40% di dividendi e plusvalenze da partecipazioni qualificate. Il capitolo si conclude con le prime informazioni di consuntivo di finanza pubblica nel 2003. Lo scorso anno si è caratterizzato per una crescita sostenuta della spesa pubblica al netto degli interessi, i cui effetti sul disavanzo sono stati bilanciati dalla crescita della pressione tributaria dovuta ai proventi dei condoni.

La congiuntura monetaria e i tassi di interesse – L'andamento dei mercati monetari negli ultimi quattro mesi si è caratterizzato per grande stabilità nello sviluppo degli aggregati e per grande stabilità dei tassi d'interesse. Nell'area dell'euro, moneta e credito continuano a crescere con regolarità, a tassi relativamente elevati. L'inflazione europea continua a persistere su livelli che, pur bassi rispetto ai valori storici e agli obiettivi, rimangono elevati rispetto alle medie dei paesi concorrenti.



L'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro, allo yen e alle monete dei paesi dell'Est asiatico; un elemento positivo per l'inflazione, ma negativo per le esportazioni e quindi per la crescita dell'economia europea. La politica monetaria europea è orientata al mantenimento degli attuali livelli dei tassi di *policy*, anche per le preoccupazioni che i banchieri centrali hanno sugli atteggiamenti dei governi europei di fronte ai disavanzi della finanza pubblica. I movimenti di capitale dall'Europa verso il dollaro si sono ridotti, disincentivati dai bassi tassi d'interesse americani e dalle incertezze sul futuro del cambio euro/dollaro. La ripresa dei corsi azionari a Wall Street sta facendo recuperare livelli e trend in linea con le tendenze di lungo periodo: sembra quindi sia stato metabolizzato il calo dei corsi del 2000-2002.

In Italia continua la crescita degli impieghi e della raccolta bancaria. Lo *spread* tra tassi attivi e passivi sembra avere raggiunto un suo punto di minimo. Le recenti statistiche armonizzate sui tassi dei prestiti mostrano, diversamente da pregiudizi diffusi, che le banche italiane – almeno da questo punto di vista – reggono bene il confronto con gli altri paesi dell'Area dell'euro.

Il credito al consumo – I recenti sviluppi sul mercato dei prestiti hanno evidenziato una forte crescita dei prestiti alle famiglie. Hanno concorso a questa crescita sia i finanziamenti dell'acquisto di abitazioni, sia lo sviluppo dei prestiti personali.

La struttura dell'offerta delle società specializzate è in progressiva trasformazione, con un aumento del numero di banche specializzate; una parte rilevante dell'offerta specializzata si svolge nell'ambito di gruppi bancari.

I prestiti alle famiglie si caratterizzano per tassi mediamente più elevati di quelli alle imprese e i tassi delle società specializzate tendono ad essere, soprattutto per la diversità delle forme tecniche, più elevati di quelli delle banche generaliste. I tassi più elevati sono legati sia al maggior grado di rischio, sia ai maggiori costi di gestione. Resta tuttavia, nell'attività delle società specializzate, un tasso di redditività del capitale investito assai elevato, il che sembra essere all'origine dell'aumento del grado di concorrenza sul mercato dei prestiti al consumo.

Le prospettive sono per una crescita ulteriore, stante che in Italia il peso dell'indebitamento delle famiglie sulla dinamica dei consumi privati è notevolmente inferiore a quello che si ha in altri paesi, siano essi paesi a reddito personale più basso o più elevato dell'Italia.

Strumenti finanziari e gestione del risparmio – I mercati degli strumenti finanziari nel corso del 2003 hanno iniziato a mostrare qualche segnale di ripresa: un maggior volume di risorse fresche è affluito alle società quotate; il volume degli scambi di titoli quotati è leggermente aumentato rispetto all'anno precedente e anche il comparto del risparmio gestito ha evidenziato una performance positiva in termini sia di raccolta sia di patrimonio gestito.

Il quadro non è stato tuttavia privo di ombre. Per quanto riguarda le risorse canalizzate attraverso i mercati gestiti da Borsa Italiana, alcuni degli aumenti di capitale sono stati motivati da esigenze di risanamento di situazioni finanziarie pesanti oltre che di raccolta di risorse destinate allo sviluppo. Il flusso delle offerte pubbliche iniziali destinate alla quotazione è poi rimasto molto contenuto. Con riferimento al risparmio gestito, invece, se da un lato si è arrestata l'emorragia di risorse, dall'altro *l'asset allocation* adottata dai sottoscrittori di fondi resta ancora molto sbilanciata verso gli investimenti con contenuto di rischio basso oppure nullo. Dopo l'analisi congiunturale, la seconda parte di questo capitolo presenta una sintesi delle principali innovazioni introdotte con la Direttiva 2001/108/CE in materia di OICVM.

COSTI E BENEFICI DELL'EURO*

Ci siamo accorti in ritardo dell'arrivo dell'euro e quindi solo di recente abbiamo iniziato a discuterne costi e benefici. Qualcosa che i nostri studenti conoscono benissimo avendo studiato – come succede ai miei studenti, a partire dall'inizio degli anni '90 – un libro di testo come quello di Paul De Grauwe: "Economia dell'Unione Monetaria"¹. Merita ricordare brevemente l'impostazione di questo utile volume di testo.

Anzitutto, De Grauwe esamina i costi di una moneta comune, rappresentati dalla rinuncia alla "sovranità monetaria". Il tasso di cambio cui l'Italia ha rinunciato poteva infatti servire in tanti casi: in presenza di shock asimmetrici; con diverse preferenze sul *trade-off* inflazione/disoccupazione; con differenze nelle istituzioni del mercato del lavoro e nei sistemi giuridici; con differenti sistemi fiscali e fabbisogno di "signoraggio"; in presenza di tassi di crescita diversi.

Come ben discute De Grauwe, alcuni di questi costi sono meno rilevanti di quanto appaia a prima vista. Perché al di là del breve periodo, la "sovranità" cui abbiamo rinunciato era comunque erosa dai meccanismi di revisione delle aspettative e/o dalla globalizzazione dei mercati. In altre parole, ci illudevamo di poter avere grandi risultati manipolando il tasso di cambio, ma ciò non era poi così vero, al di là del breve periodo.

Simmetrico a questo è il caso dei benefici della moneta comune, che sono maggiori di quanto sembrano a prima vista se considerati nel lungo periodo. Di solito, ci limitiamo ad esaminare i vantaggi (diretti e indiretti) dati dall'eliminazione dei costi di transazione. Vi si aggiungono i vantaggi derivanti dalla minor incertezza, che favoriscono gli investimenti e quindi la crescita. Ma nel lungo periodo, ciò che più rileva sulla crescita economica dell'intera Unione è l'effetto della miglior allocazione delle risorse che la concorrenza con integrazione produce: grazie all'unione monetaria, il mercato è davvero unico e

* A cura di G. Vaciago.

¹ La quinta edizione, pubblicata in italiano dal Mulino nel 2004, spiega anche il concreto avvio dell'UEM e della BCE, riportando le prime critiche alla sua politica monetaria. E' divertente ripercorrere le successive edizioni di questo libro, dall'inizio quando l'Unione monetaria veniva definita probabile e forse pericolosa agli anni più recenti quando l'Unione è ormai certa e forse utile.



grande, la selezione che così opera è tanta e i benefici che ne derivano al consumatore sono molti.

Questa conclusione del testo di De Grauwe che, come dicevo, è nota a tante generazioni di nostri studenti è paradossalmente ignorata dall'odierno dibattito politico che è pieno di polemiche sui guai provocati dall'euro e sull'uso della Guardia di Finanza (*sic!*) per contrastarli! Ma anche negli anni '90, quando facevamo di tutto per “meritare” di essere accolti nell'Unione Monetaria fin dal suo avvio, il dibattito non era mai stato correttamente centrato sulle riforme da fare perché l'Europa diventasse una “Area monetaria ottimale” (cosa probabilmente ancora da realizzare). Si discuteva di *credibilità e reputazione* della istituenda Banca Centrale Europea, cui doveva essere garantita soprattutto *indipendenza* dal potere politico. E si sottolineava la necessità di rispettare parametri come quelli fissati a Maastricht, ma non perché ciò rappresentasse un beneficio della moneta comune, come oggi impropriamente si sostiene quando si afferma che abbiamo tassi di interesse davvero bassi. Il rispetto dei 5 parametri di Maastricht è necessario per non trasmettere problemi ai partner; ma l'assenza di vizi non è sinonimo di virtù!

In conclusione, e al di là delle polemiche odierne, sono evidenti a tutti due cose:

1. all'inizio, è probabile che i costi dell'Unione ne superino i benefici (è quasi sempre vero, quando si fanno delle riforme!);
2. ma i benefici netti che si realizzano nel lungo periodo dipendono dalla “qualità competitiva” del mercato unico europeo che anche grazie all'Euro – che però da solo non basta – si riesce a realizzare.

Questo dovrebbe essere l'impegno prioritario dei nostri dodici Governi: fare le riforme grazie alle quali l'integrazione dei mercati procede, verso un mercato europeo di buona qualità. Finora, non s'è visto nulla di tutto ciò: le riforme che si stanno facendo (dalle pensioni alla protezione del risparmio) sono tristemente nazionali, mentre l'euro è usato soprattutto come capro espiatorio, e non come strumento di maggiore crescita. Speriamo che vada meglio in futuro.

1. IL QUADRO MACROECONOMICO

Gli sviluppi recenti dell'attività economica in Italia e nel resto del mondo si caratterizzano per una diffusa varietà negli indicatori di ripresa ciclica dopo i difficili anni 2001 e 2002. Nei consuntivi o pre-consuntivi per il 2003 e nelle previsioni sul 2004 gli Stati Uniti e l'Est Asiatico (Giappone incluso) si presentano con buoni risultati e con buone prospettive di crescita, tanto da far ritenere che l'economia mondiale si indirizzi su un sentiero positivo di sviluppo. L'Europa Continentale e l'Italia in particolare stanno invece sperimentando una fase di ristagno caratterizzata da bassi tassi di crescita ed anche da un'inflazione che, pure storicamente bassa, si mantiene più elevata di quella americana. L'Italia in particolare ha sperimentato nell'ultimo trimestre dell'anno un andamento economico molto deludente, tale da costituire premessa non positiva per la crescita del 2004. Ha concorso ai negativi esiti congiunturali l'evento Parmalat che ha inciso pesantemente sulle aspettative e le intenzioni di spesa dei consumatori e imprese e che ha indotto il Governo ad ipotizzare modifiche dell'ordinamento in materia di tutela del risparmio con un provvedimento che sta iniziando l'iter di esame parlamentare.

1.1 Il quadro internazionale*

In questo primo scorcio del 2004 lo scenario macroeconomico internazionale è caratterizzato da una marcata divaricazione nei tassi di crescita e nelle prospettive congiunturali tra l'area dell'Euro, in fase di stagnazione da due anni, e il resto delle economie industrializzate – *in primis* gli Stati Uniti, ma anche la Gran Bretagna e il Giappone – e di più accentuata e recente industrializzazione, innanzitutto la Cina.

Che la “espansione” europea – dopo tutto non c'è ancora il segno “meno” davanti ai tassi di variazione medi annui a più zeri che misurano l'andamento del PIL in Eurolandia – fosse particolarmente fiacca era già noto, così come era noto che l'economia USA era in fase di ripresa sostenuta. La relativa novità dello scenario, quindi, è la diffusione della espansione al Giappone. Tenuto conto della buona dinamica dell'economia cinese e delle altre economie del *Far East*,

* A cura di D. Delli Gatti.

possiamo affermare che anche dall'Asia provengono stimoli positivi alla crescita dell'economia mondiale.

Eurolandia, quindi, rimane il fanalino di coda dell'espansione mondiale. L'area dell'euro non riesce a emergere dalla palude della insufficienza cronica di domanda aggregata e dei problemi di carattere strutturale che la affliggono ormai da anni.

TAB. 1.1 – Preconsuntivo 2003 e previsioni 2004-2005 del FMI

	2003	2004	2005
USA	3,1	4,6	3,9
Eurolandia	0,4	2,0	2,5
- Germania	-0,1	1,7	2,1
- Francia	0,1	2,0	2,6
- Italia	0,3	1,7	2,2
Regno Unito	2,1	3,1	2,6
Giappone	2,2	2,2	1,8

Nella TAB. 1.1 abbiamo riportato le stime di crescita del PIL per il 2003 e le più recenti previsioni per il 2004 e 2005 del FMI, che rispecchiano l'opinione maggioritaria tra gli analisti. Per il 2003 il panorama di Eurolandia è uniformemente sconsolante, con le principali economie continentali allineate su tassi di "crescita" prossimi allo zero, mentre UK e Giappone crescono di oltre il 2% e gli USA guidano la ripresa con un solido 3%. Le previsioni per il 2004-2005 incorporano l'ipotesi che la crescita si protrarrà a tassi sostenuti negli USA e proseguirà in Giappone e Regno Unito. Per l'area Euro, si prevede una inversione di tendenza e una ripresa più sostenuta. Gli elementi informativi su cui appoggiare questa previsione per l'area dell'Euro sono per il momento molto pochi.

1.1.1 Stati Uniti: l'espansione prosegue e si autoalimenta

Dopo il dato straordinario del terzo trimestre - in cui il PIL è aumentato al tasso congiunturale annualizzato dell'8,2% - nel quarto trimestre l'economia statunitense ha registrato un solido 4%. Tenuto conto della dinamica meno vivace del PIL nella prima metà dell'anno (2% nel primo trimestre, 3,1% nel secondo) il tasso di crescita medio annuo del PIL nel 2003 è stato del 3,1%, l'aumento più consistente registrato dal 2000. A trainare la crescita è prevalentemente la

domanda interna, per consumi ed investimenti. Anche le esportazioni risultano però vivaci sulla scia del deprezzamento del dollaro.

Secondo alcuni commentatori, la ripresa statunitense è “drogata” dallo stimolo fiscale (alleggerimento della pressione tributaria), monetario (impostazione accomodante della politica della Fed) e valutario (deprezzamento del dollaro). In verità non si capisce perché una iniezione massiccia di domanda aggregata – di origine fiscale, monetaria o valutaria poco importa – debba costituire necessariamente una forma di doping dell’economia, destinato a svanire nel breve periodo. La spinta della domanda aggiuntiva iniziale, infatti, può passare il testimone ad una espansione che si autoalimenta come sembra stia accadendo negli USA. I timori di evaporazione della ripresa che qualche autorevole commentatore aveva avanzato, infatti, sembrano rientrati. Nelle previsioni del FMI riportate nella TAB. 1.1, ad esempio, si conferma la fase ciclica ascendente anche nel biennio 2004-2005, con una accelerazione nel 2004 (4,6%) e un consolidamento nel 2005 (3,9%).

Mentre sul fronte della politica di bilancio, la fase di espansione sembra in via di esaurimento per effetto del forte squilibrio di finanza pubblica (il rapporto deficit/PIL ha raggiunto il 6%), la *stance* della politica monetaria rimane sostanzialmente accomodante. E’ vero che la Fed non ha escluso rialzi dei tassi in futuro ma è anche vero che la banca centrale ha confermato che per ora il tasso di intervento rimane all’1% - il livello più basso in 45 anni - al fine di sostenere “con pazienza”, secondo l’espressione ufficiale, la ripresa in atto.

D’altro canto, sebbene nel secondo semestre la ripresa abbia subito un’accelerazione, non ci sono segnali rilevanti di recrudescenza inflazionistica in atto.

1.1.2 Giappone: segnali incoraggianti

Dalla congiuntura giapponese provengono segnali incoraggianti. Nel quarto trimestre del 2003 si è verificato un aumento del PIL del 7% congiunturale annualizzato, quasi il doppio del 4% messo a segno dall’economia USA. Si tratta del tasso di incremento più alto dal 1990, ossia dall’inizio della *lost decade* giapponese. In termini non annualizzati, il tasso di crescita è dell’1,7%. Al di là del singolo dato, che risulta eccezionale, a confortare è soprattutto il fatto che negli altri trimestri dello scorso anno il tasso di variazione percentuale del PIL è

sempre stato positivo e per valori superiori allo 0,5%. Il tasso medio annuo di crescita del 2003 si è attestato quindi ad un più che soddisfacente 2,7%.

Fanno da contorno al dato principale sulla dinamica del PIL una serie di buone notizie congiunturali, dalla diminuzione nel 2003 (per la prima volta in 4 anni) delle bancarotte industriali alla riduzione del tasso di disoccupazione che è sceso in dicembre sotto il 5%.

Sulla base di queste indicazioni, fonti autorevoli della Bank of Japan si sono spinte ad affermare che il Giappone si troverebbe nel punto di svolta nella battaglia contro la deflazione.

A trainare la dinamica dell'attività produttiva sul finire del 2003 sono stati gli investimenti (+5,1% tendenziale nel IV 2003) e le esportazioni (+4,2%) mentre un contributo modesto è venuto dai consumi delle famiglie (+0,8%).

La vivacità degli investimenti si può ricondurre al dinamismo della domanda finale che attiva nuova domanda di beni capitali per adeguare la capacità produttiva. Dopo tutto il Giappone ha sperimentato un decennio di domanda stagnante: l'eccesso di capacità produttiva accumulata durante la "bolla" era destinato prima o poi ad esaurirsi.

Quanto alle esportazioni, la dinamica delle vendite all'estero è sorprendente in presenza di un accentuato apprezzamento dello yen rispetto al dollaro. Tuttavia la specializzazione internazionale delle imprese giapponesi – che rivestono posizioni leader, ad esempio, nel campo dell'elettronica di largo consumo – consente loro di non perdere terreno anche sul mercato statunitense nonostante il deterioramento della competitività di prezzo. Inoltre, la banca centrale giapponese non ha mai manifestato esitazioni nel fare il possibile per porre un freno, con opportuni interventi sul mercato dei cambi, all'apprezzamento dello yen. Infine, l'espansione del sud-est asiatico, tradizionale bacino di assorbimento dell'*export* di Tokio, garantisce sbocchi rilevanti alle merci giapponesi.

La dinamica della domanda aggregata è tuttora frenata dal ritmo relativamente lento di espansione dei consumi. Se la crescita dell'attività produttiva dovesse ripercuotersi sul mercato del lavoro – i segnali sono favorevoli come mostrato dal calo del tasso di disoccupazione – quindi sul reddito disponibile, anche la dinamica dei consumi dovrebbe rafforzarsi.

1.1.3 Stagnazione in Eurolandia e in Italia

Lo scenario macroeconomico europeo è caratterizzato da una persistente incapacità di uscire dalle secche della stagnazione. La variazione percentuale media annua del PIL nel corso del 2003 è stata pari a +0,4%, non dissimile da quella registrata nel 2002. In Italia si è registrato un ancora più modesto: 0,3%. Il profilo trimestrale dei tassi di crescita tendenziali del PIL in Eurolandia e in Italia è riportato nella TAB. 1.2.

TAB. 1.2 – Tassi di crescita tendenziali del PIL in Eurolandia e in Italia

	I trim. 2003	II trim. 2003	III trim. 2003	IV trim. 2003	2003
Eurolandia	0,7	0,1	0,3	0,6	0,4
Italia	0,7	0,2	0,5	0,1	0,3

In termini di tassi di crescita congiunturali il 2003 si è chiuso con un quarto trimestre a crescita zero in Italia, allo 0,4 (1,6% annualizzato) nell'Area-euro. Il tasso di disoccupazione dell'area a dicembre 2003 è rimasto vicino al 9% (8,8%) - in Italia 8,7% - ma alcuni analisti del mercato del lavoro attribuiscono il dato ad un effetto "lavoratore scoraggiato" ossia al fatto che parte della popolazione si ritira dal mercato del lavoro (e quindi riduce il livello dei disoccupati e delle persone in cerca di prima occupazione) per la persistente difficoltà a trovare un impiego.

Le grandi economie continentali (Germania, Francia, Italia) condividono un quadro congiunturale negativo, caratterizzato da domanda interna fiacca e domanda estera netta frenata dall'euro forte. Nel corso del biennio 2002-2003, infatti, l'euro si è apprezzato del 20% circa rispetto al dollaro.

D'altro canto l'apprezzamento dell'euro non ha avuto gli effetti di contenimento dell'inflazione che ci si attendeva. L'inflazione si è attestata attorno alla soglia-obiettivo del 2%, smentendo le stime econometriche in circolazione che associano ad un apprezzamento del 10% una riduzione del tasso di inflazione dello 0,75%.

La BCE sostiene che l'economia europea ha ripreso a crescere nel 2004 dopo il rallentamento del 2000-2003 ma riconosce che si tratta di un processo "relativamente lento" per usare l'espressione del governatore Trichet. Tuttavia la banca centrale ritiene che l'attuale politica dei tassi di interesse sia "corretta" e si oppone quindi ad un ulteriore taglio dei tassi. La "vischiosità" del tasso di inflazione – qualcuno ha parlato di *quasi-stagflazione* per l'Italia, ma il termine si

applica altrettanto bene all'intera area dell'Euro – ha giustificato, almeno per ora, la resistenza della BCE ad un ulteriore taglio del tasso di intervento della BCE, attualmente al 2% (ricordiamo che in USA sia il tasso di inflazione che il tasso sui *Fed Funds* sono all'1%).

La politica monetaria su entrambe le sponde dell'Atlantico è quindi attendista. In entrambi i casi il tasso di intervento è a un livello attualmente pari al tasso di inflazione. Ma la impostazione e la percezione della *stance* di politica monetaria è accomodante negli USA, tendenzialmente restrittiva in Europa, un contesto che conferma la tendenza all'apprezzamento dell'euro e quindi non aiuta le esportazioni nette europee.

1.2 La supervisione sul settore finanziario e *corporate governance*

I recenti avvenimenti negli Stati Uniti e in Europa, in Italia in particolare, hanno portato all'attenzione del pubblico e della politica economica la questione della “tutela del risparmio”. Come garantire che il risparmiatore non sia tratto in inganno, quando prende le proprie decisioni di investimento sui mercati finanziari, da informazioni incomplete se non addirittura mendaci.

Il Parlamento italiano sta, in questi giorni, avviando la discussione su un provvedimento finalizzato alla tutela del risparmio e diretto a ridurre il rischio che si possano ripetere alcuni degli accadimenti associati ai crac Cirio e Parmalat. Il provvedimento è complesso ed articolato in quanto tratta molteplici aspetti delle regole di vita delle società quotate e dei compiti e poteri attribuiti alle varie autorità ed organismi coinvolti nel controllo delle attività, delle autorizzazioni e del flusso di informazioni dalle aziende che concorrono alla formazione e gestione del risparmio nel nostro paese. Consideriamo brevemente in quanto segue due aspetti particolari della tematica, quello dei principi di supervisione sul settore finanziario e quello delle nuove regole di *governance* adottate negli Stati Uniti.

1.2.1 La supervisione sul settore finanziario: alcuni principi*

Il settore finanziario è tradizionalmente soggetto ad una supervisione maggiore di quella presente in molti altri settori dell'economia; questa è una caratteristica comune a molti paesi, anche se le modalità specifiche di controllo

* A cura di A. Baglioni.

differiscono da un paese all'altro. La supervisione assume sia la forma di regolamentazioni dettagliate sui requisiti e sul comportamento degli operatori, sia quella di una vigilanza continua delle autorità sui mercati e sugli intermediari che vi operano.

Le ragioni di questa particolare attenzione verso il settore finanziario sono molteplici. Per quanto riguarda le banche, una ragione spesso invocata risiede nella *trasformazione di scadenze* operata dal sistema bancario: questo emette passività perfettamente liquide (i depositi) a fronte di attività altamente illiquide (i prestiti); per questo motivo, la fiducia dei depositanti nei confronti della solidità delle banche è di cruciale importanza: un'eventuale crisi di fiducia – anche se dovuta unicamente a problemi di liquidità – potrebbe costringere una banca a liquidare parte dell'attivo, sostenendo elevati costi di liquidazione; a loro volta, questi costi potrebbero minare la solvibilità della banca stessa.

Le banche sono anche al centro del *sistema dei pagamenti*, il cui regolare funzionamento è di vitale importanza per l'economia. Questo è un settore particolarmente delicato: negli anni recenti, lo sviluppo dei mercati finanziari ha comportato una notevole crescita dei volumi che transitano sui sistemi di regolamento interbancari, aumentandone così la rischiosità.

Allargando l'orizzonte anche agli altri partecipanti al mercato finanziario, un problema diffuso è quello delle *asimmetrie informative*. Il portafoglio crediti di una banca incorpora tipicamente informazione privata, raccolta dalla banca stessa sulla clientela: questo limita la possibilità di creare un mercato secondario per i prestiti bancari, contribuendo così a rendere illiquido l'attivo delle banche. D'altra parte, quando le imprese si rivolgono al mercato per ottenere finanziamenti, i risparmiatori possono trovarsi nella condizione di non avere informazioni sufficienti per valutarne la rischiosità: questo è un problema non solo per gli investitori, ma anche per le imprese, poiché può limitare la loro capacità di accedere al mercato finanziario.

Le finalità dell'intervento pubblico nel settore bancario e finanziario possono sinterizzarsi nei seguenti punti.

- Tutela della stabilità. Sotto questo profilo, occorre distinguere tra stabilità *macro-economica* e *micro-economica*. A livello macroeconomico, le autorità monetarie intervengono per evitare crisi di liquidità aggregate: il prestito

- d'ultima istanza assicura che la quantità di riserve monetarie a disposizione del sistema bancario sia sempre sufficiente per il suo regolare funzionamento. L'organizzazione e la vigilanza sui sistemi di pagamento riducono al minimo il rischio sistemico in quest'area. Più in generale, la rete di protezione di cui gode il sistema bancario (il cosiddetto "*safety net*") è volta ad assicurarne la solidità economico-finanziaria e ad evitare situazioni che incrinino la fiducia del pubblico nel sistema stesso. A livello microeconomico, d'altra parte, occorre un intervento tempestivo per gestire situazioni di crisi individuali: il fallimento di un singolo intermediario – anche senza conseguenze sistemiche – può avere pesanti effetti negativi sui numerosi soggetti coinvolti.
- Trasparenza e correttezza. Le asimmetrie informative presenti nei rapporti finanziari rendono necessaria una protezione dei soggetti meno informati. Pensiamo alla necessità di fornire ad un risparmiatore le informazioni necessarie per valutare le caratteristiche di rischio/rendimento di un investimento. Ciò pone due problemi: (i) individuare il tipo di informazioni che le imprese, che si rivolgono al mercato finanziario, devono fornire al mercato stesso; (ii) assicurare che gli intermediari, che collocano gli strumenti finanziari presso i risparmiatori, si comportino correttamente, agendo nell'interesse dei risparmiatori stessi.
 - Concorrenza. La tutela della concorrenza è naturalmente una finalità generale dell'intervento pubblico nell'economia, comune a tutti i settori produttivi. Tuttavia, il settore finanziario ha vissuto negli ultimi anni un intenso processo di concentrazione, che ha reso particolarmente acuta l'esigenza di sorvegliare sull'eventuale creazione di posizioni dominanti sul mercato. Inoltre, il settore bancario, in particolare nell'area dei pagamenti, ha visto nascere accordi di vasta portata, da valutare attentamente per le potenziali implicazioni collusive.

L'organizzazione dei controlli. Data la pluralità di motivazioni e di finalità alla base dell'intervento pubblico nel settore finanziario, il problema di come organizzare quest'intervento è piuttosto complesso. Dalla letteratura teorica e dall'esperienza di numerosi paesi emergono essenzialmente due modelli di supervisione: (i) *per soggetti*, (ii) *per finalità*. Il primo prevede che un intermediario finanziario sia sottoposto al controllo di un'autorità, alla quale spetta il compito di vigilarlo sotto diversi profili: stabilità, correttezza,

eventualmente concorrenza. Il secondo prevede invece una distinzione tra queste diverse finalità: ciascuna viene attribuita ad una specifica autorità, che la persegue con appositi strumenti.

La vigilanza per soggetti era il modello tradizionale, legato ad una realtà in cui ogni intermediario aveva un raggio d'azione piuttosto limitato. Nel caso delle banche, finché queste svolgevano solo le attività di raccolta di depositi ed erogazione di prestiti, sembrava sufficiente il controllo esercitato da un'unica autorità (generalmente la banca centrale): la protezione dei risparmiatori era assicurata dalla tutela della stabilità del sistema bancario. In Europa, il modello d'intermediazione si è evoluto verso intermediari assai meno specializzati, genericamente indicati con il termine "banca universale". In questo contesto, la vigilanza per soggetti si è rivelata insufficiente: in particolare, il coinvolgimento delle banche in altri settori dell'intermediazione (*merchant e investment banking*, distribuzione di prodotti assicurativi) ha reso assai più rilevante che in passato il controllo sulla loro correttezza e trasparenza nei confronti dei risparmiatori. Il controllo per finalità si è rivelato allora più efficiente; soprattutto, è stata avvertita l'esigenza di affidare i controlli sulla trasparenza ad un'autorità specifica, che vigili sui mercati finanziari e su tutti gli intermediari che vi operano.

In Italia, questo passaggio – dalla vigilanza per soggetti a quella per finalità – ha incontrato alcune limitazioni, in via di superamento con la riforma in atto. Due importanti eccezioni alla separazione delle competenze riguardano il settore bancario: la stessa autorità responsabile della stabilità – la banca centrale – è competente anche sulla trasparenza delle condizioni contrattuali (Titolo VI del TUB) e sull'applicazione della normativa a tutela della concorrenza (legge 287 del 1990), seppure previa consultazione dell'Autorità antitrust.

Accanto al disegno complessivo delle autorità di controllo sul settore finanziario, vi sono alcuni problemi specifici, relativi alla vigilanza prudenziale sul sistema bancario. Il primo riguarda i rapporti tra la vigilanza e la politica monetaria. E' stato sollevato il problema di un potenziale conflitto tra queste due finalità: ad esempio, si potrebbe verificare una situazione in cui una manovra restrittiva di politica monetaria, necessaria per assicurare la stabilità dei prezzi, possa creare difficoltà per le banche, danneggiate da un rialzo dei tassi d'interesse a breve termine. Rendere la banca centrale responsabile della stabilità del sistema bancario potrebbe quindi creare delle interferenze con la conduzione della politica

monetaria, limitandone la necessaria autonomia. A questa tesi si può obiettare che, qualora esista un *trade-off* tra stabilità dei prezzi e stabilità degli intermediari, è bene che esso venga gestito da un'unica autorità, in grado di internalizzarne gli effetti.

Un punto non controverso è l'attribuzione alla banca centrale della responsabilità relativa alla liquidità del sistema bancario nel suo complesso: essa è infatti tecnicamente connessa alla gestione operativa della politica monetaria, che si traduce nella determinazione quotidiana dell'offerta di riserve bancarie. Strettamente legata ad essa è la supervisione sul sistema dei pagamenti, che è ovunque attribuita alla banca centrale.

E' assai più controverso se la banca centrale debba intervenire a favore di singole istituzioni. L'argomentazione tradizionale, secondo la quale la banca centrale, quale prestatore d'ultima istanza, dovrebbe intervenire in aiuto di istituzioni che abbiano *solo* problemi di liquidità, è divenuta sempre meno convincente con lo sviluppo del mercato monetario: se una banca non è in grado di ottenere fondi liquidi sul mercato interbancario, molto probabilmente è la sua solvibilità ad essere in discussione. In tal caso, un intervento di salvataggio non rientrerebbe nelle prerogative della banca centrale.

Infine, la crescente integrazione dei mercati finanziari pone il problema della estensione geografica dei poteri di supervisione. Questo problema è particolarmente sentito in Europa: a fronte di un mercato unico dei servizi finanziari e dell'introduzione della moneta unica, rimane un decentramento delle responsabilità di vigilanza presso le autorità nazionali. Questo decentramento ha evidenti inconvenienti, primo fra tutti la limitata disponibilità di informazioni che un supervisore nazionale ha relativamente alle operazioni su scala internazionale effettuate dagli intermediari. La collaborazione e lo scambio di informazioni tra autorità nazionali è sicuramente positiva, ma è ormai giudicata insufficiente da molti commentatori, i quali invocano l'accentramento della vigilanza presso un'autorità che agisca a livello europeo.

1.2.2 La riforma della *corporate responsibility* negli USA: la Legge Sarbanes-Oxley*

Dopo il caso Enron e il diffondersi di un clima di sfiducia tra gli investitori e gli operatori dei mercati finanziari, l'amministrazione Bush è corsa ai ripari

* A cura di D. Delli Gatti.

proponendo nel marzo 2002 un piano di riforma della regolamentazione dei mercati finanziari in “10 punti” che in buona sostanza inaspriva le pene per la falsificazione dei bilanci e la certificazione di bilanci non veritieri, ampliava i poteri della *Securities and Exchange Commission* (SEC), mirava a una maggior trasparenza nelle transazioni relative a azioni delle società da parte di amministratori e managers.

Il piano risultava nei fatti superato dall’esplosione di una serie di nuovi casi di malversazione (Worldcom, Global Crossing, Qwest etc.) che metteva in luce una crisi sostanziale della *governance* delle grandi imprese statunitensi. Il presidente del *Committee on Banking* del Senato, il democratico Paul Sarbanes proponeva quindi un progetto di riforma di ispirazione più restrittiva. Negli ambienti repubblicani maturava poi una proposta per certi versi diversa da quella del presidente, a nome del deputato Michael Oxley. Le proposte dei due esponenti del Congresso confluivano in un unico progetto di legge che ha preso il nome dei due proponenti: il Sarbanes-Oxley Act (d’ora in poi SOA) firmato dal Presidente Bush il 30 luglio 2002.

In questo approfondimento presentiamo i caratteri essenziali della riforma e le principali critiche a cui è stata sottoposta con l’obiettivo di trarre insegnamenti anche per l’esperienza italiana.

I problemi di fondo e le principali misure. I principali problemi che le crisi Enron e Worldcom hanno evidenziato sono:

- Irregolarità contabili. Gli scandali finanziari hanno evidenziato pratiche diffuse di manipolazione dei dati contabili.
- Ruolo delle società di revisione. Le società di revisione sono spesso state “catturate” dal management delle società sottoposte a revisione e certificazione dei bilanci, con una conseguente *diminutio* della loro indipendenza e quindi una distorsione della loro capacità di fornire un servizio informativo imparziale al mercato.
- Conflitti di interesse. Il fatto che le società di revisione fornivano anche servizi di consulenza alle medesime società soggette alla revisione e certificazione dei bilanci, poneva le prime in una condizione di oggettiva sudditanza rispetto agli interessi delle società clienti.

- Responsabilità del management. Il management delle società non aveva una responsabilità diretta per i documenti contabili proposti all'attenzione dei mercati, ha fatto uso smodato di transazioni fuori bilancio; spesso ha sfruttato la propria posizione per ottenere prestiti a condizioni di favore dalle società stessa distorcendo la valutazione di mercato di quest'ultima.
- Debolezza degli organismi di supervisione. La SEC ha mostrato evidenti limiti di efficacia e pervasività dell'intervento di regolamentazione e limitazione delle frodi e delle distorsioni dei valori di mercato.

Al fine di affrontare questi problemi, le principali misure che il SOA prevede sono:

1. creazione di un organismo indipendente per la supervisione e il monitoraggio dell'attività delle società di revisione dei bilanci delle società quotate, il *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB);
2. ampliamento dei poteri e dei fondi a disposizione della SEC;
3. separazione dell'attività di consulenza da quella di revisione, che non possono più far capo allo stesso soggetto;
4. responsabilità del management sulla veridicità dei bilanci delle società quotate;
5. piena trasparenza (*full disclosure*) delle transazioni fuori bilancio (*off balance sheet*) che possono influenzare o oscurare le condizioni finanziarie delle imprese;
6. inasprimento delle pene per la falsificazione dei bilanci e le frodi contabili.

In quanto segue dedichiamo qualche breve riflessione alle misure proposte raggruppandole in tre sezioni relative rispettivamente alla disciplina di PCAOB e al nuovo ruolo della SEC (punti 1 e 2); ai conflitti di interesse delle società di revisione (punto 3); alla responsabilità del corporate management, *full disclosure* e frodi contabili (punti 4 e 5).

Il PCAOB e i nuovi poteri della SEC. Con riferimento al punto 1, il PCAOB è strutturato come una *non-profit corporation* (quindi non è un'agenzia federale) al fine di garantirne l'indipendenza dal governo. L'autorità conferitagli, tuttavia, è delegata dalla SEC, che ne nomina anche i membri (previa consultazione con la Fed e il Tesoro). In un certo senso quindi la costituzione del PCAOB si configura come una estensione e rafforzamento – sebbene indiretto –

dei poteri della SEC. Inoltre il *board* è sottoposto alla supervisione della SEC. Infatti le iniziative adottate dal PCAOB devono essere conformi alle leggi federali sulle attività finanziarie ed è la SEC a verificare tale conformità. I regolamenti proposti dal *board* devono essere approvati dalla SEC, che può modificare o al limite impedire l'entrata in vigore del regolamento stesso. Infine alla SEC sono stati attribuiti più fondi per lo svolgimento della sua attività.

Al massimo due dei cinque membri che costituiscono il *board* possono provenire dall'industria della revisione e certificazione dei bilanci.¹ Il perseguimento della completa indipendenza dei membri del *board* si sarebbe potuto spingere in teoria fino ad escludere completamente l'eleggibilità dei professionisti della revisione. La norma che invece l'ammette si giustifica con l'evidente necessità di assicurare al *board* il massimo di competenza e di conoscenza dell'oggetto del monitoraggio. Per garantirne l'indipendenza, comunque, durante il mandato è fatto esplicito divieto ai membri del *board* di esercitare attività commerciale o ricevere compensi da società di revisione o altri soggetti, pubblici o privati.

Il mandato è quindi a tempo pieno e dura 5 anni, rinnovabile una sola volta. Sempre per preservarne l'indipendenza, al termine del mandato i membri del *board* sono soggetti al *cooling off period* in cui non potranno lavorare in società di consulenza o revisione registrate presso il *board*.

I compiti principali del PCAOB sono:

- registrazione delle società di revisione e di consulenza operanti presso società quotate;
- fissazione di standard contabili uniformi;
- vigilanza (che si sostanzia prevalentemente nelle ispezioni) sulle società di revisione registrate;
- avvio di eventuali procedimenti disciplinari e irrogazione di sanzioni alle società di revisione che commettano irregolarità o adottino comportamenti impropri.

La registrazione presso il *board* non risponde solo all'esigenza di fornire un servizio informativo al pubblico. L'iscrizione infatti è *condizione necessaria* per l'esercizio dell'attività da parte di una società di revisione. Il PCAOB può

¹ Se uno dei due membri che provengono dal business della certificazione è eletto presidente, può accettare solo se non ha esercitato la professione nel quinquennio precedente la nomina.

rigettare l'iscrizione per incompletezza delle informazioni richieste dalla legge ai fini dell'iscrizione stessa, sospenderla o revocarla.

La *sospensione* e la *revoca* dell'iscrizione si configurano già come sanzioni. L'accertamento di irregolarità contabili da parte del *board* può dar luogo però anche a *sanzioni pecuniarie*, *interdizione* dall'attività di revisione, censure etc.

L'accertamento di irregolarità avviene principalmente nel corso delle periodiche *ispezioni* attraverso le quali si manifesta la vigilanza del *board*. L'ispezione è annuale se la società di revisione oggetto dell'ispezione esercita la sua attività presso più di 100 società quotate, triennale altrimenti.

I conflitti di interesse delle società di revisione. Sul piano formale la giurisprudenza statunitense ha da tempo stabilito che le società di revisione hanno una responsabilità di tipo informativo verso il pubblico in senso lato consistente nell'esercizio della funzione di “cane da guardia” (*watchdog*) dei bilanci aziendali: in questa ottica «la società di revisione non è cliente della società sotto revisione ma è ‘cliente’ del mercato». ² In realtà, sul piano sostanziale, le società di revisione sono “catturabili” dal management – cioè indotte a esercitare almeno una forma di *benign neglect* nei confronti delle procedure contabili della società sotto revisione -- dal momento che il mandato a eseguire la revisione e i compensi associati provengono dal management e non dal pubblico in generale. Esiste quindi un conflitto di interessi – chiamiamolo del *primo tipo* – insito nella attività di revisione che ben difficilmente è rimuovibile. ³ Per attenuare questo primo tipo di conflitto di interessi il SOA prevede la limitazione temporale del mandato e la turnazione dei revisori ogni 5 anni.

Un conflitto di interessi associato al primo ma concettualmente diverso – che chiameremo del *secondo tipo* – si manifesta nel caso in cui la stessa società opera sia in qualità di revisore dei conti che in qualità di consulente (ad esempio contabile, legale, organizzativo o informatico). E' evidente che il rapporto di

² S. Cammarata, “Interventi del Sarbanes-Oxley Act of 2002 sulla corporate responsibility nelle società quotate statunitensi”, Luiss, quaderno del *Centro di ricerca per il diritto d'impresa*, dicembre 2002, p. 7.

³ Per eliminare il conflitto occorrerebbe sostituire il mandante (*principal*) individuato dalla giurisprudenza, ossia il pubblico in senso lato o almeno la platea degli investitori, al mandante effettivo dell'attività di revisione, ossia il management delle imprese soggette a revisione. Ma questo comporterebbe una traslazione dell'onere per la remunerazione dei revisori dalle società sotto revisione agli investitori privati o al settore pubblico.

consulenza configura esplicitamente ed esclusivamente un rapporto di clientela tra la società di revisione e quella sotto revisione, accentuando la probabilità di “cattura” della prima da parte del management della seconda.

Per ovviare a questo secondo tipo di conflitto di interessi il SOA prevede la separazione dell’attività di consulenza da quella di revisione: è fatto *divieto assoluto* a un revisore di operare come consulente della società sotto revisione. Sono elencate una decina di forme di consulenza incompatibili con l’attività di revisione.

La responsabilità del management, la full disclosure e la repressione delle frodi contabili. Al management delle società quotate (Chief Executive Officer, CEO, e Chief Financial Officer, CFO) il SOA attribuisce una responsabilità civile personale per quanto riguarda le informazioni contenute nelle relazioni finanziarie e nei bilanci. Il management non si limita quindi a firmare i bilanci, ossia a attestare la provenienza del documento contabile, come avveniva prima del SOA, ma è ritenuto responsabile per qualsiasi irregolarità rintracciabile nei bilanci. In particolare il CEO e il CFO devono certificare sotto giuramento (*certify under oath*) la veridicità dei bilanci e dei documenti finanziari della società.

In caso di violazioni, i manager sono soggetti a procedimenti disciplinari da parte della SEC. La pena per la falsificazione dei bilanci e le frodi contabili viene inasprita e il massimo fissato in venticinque anni di reclusione. Inoltre amministratori o impiegati della società quotata che abbiano ottenuto profitti dalle irregolarità contabili o dalle falsificazioni di cui sopra – ad esempio attraverso la manipolazione dei valori di mercato delle azioni delle società quotate (il reato di aggrigotaggio in Italia) – sono obbligati a restituire (*disgorge*) quanto guadagnato.

Infine il SOA obbliga alla *full disclosure* delle transazioni fuori bilancio relative alle azioni della società quotata nonché i prestiti al management concessi dalla società che potrebbero influenzare la posizione finanziaria della società stessa e la sua valutazione di mercato.

Qualche commento sul merito. Dei vari aspetti trattati dal SOA si osserva che esso, in linea di principio, si caratterizza per l’imposizione di “paletti” più rigorosi sulle attività in potenziale conflitto di interessi. A ben guardare, tuttavia, esistono anche significativi spazi per eccezioni alle regole, che si configurano, a

seconda dei punti di vista, come margini di flessibilità/discrezionalità per l'organismo di controllo oppure come *loopholes* che i controllati possono sfruttare per sfuggire ai controlli o perseverare in comportamenti impropri anche se molto remunerativi.

In particolare si osserva che i poteri ispettivi sono intrinsecamente rilevanti ai fini dell'efficacia del monitoraggio, tuttavia il numero di società quotate (maggiore di 100 società clienti) fissato per individuare le società di revisione sottoposte a ispezione annuale e la periodicità triennale per le società di revisione relativamente "piccole" (meno di 100 società clienti) attenua l'efficacia dei poteri ispettivi.

Vale la pena di osservare che quasi due anni dalla promulgazione del SOA, alcune delle misure previste non sono state ancora realizzate. Ad esempio, il PCAOB sta solo ora muovendo i primi passi. Ciò dipende in larga misura dalla crisi che ha colpito la stessa SEC sull'onda degli scandali finanziari Enron e Worldcom. Inizialmente l'ex presidente della SEC Harvey Pitt aveva nominato *chairman* del PCAOB William Webster, ex presidente della CIA e dell'FBI. Webster tuttavia è stato fatto oggetto di molte critiche in quanto ex presidente del collegio sindacale di una società (US Technologies) accusata di frode contabile. Molto chiacchierato, Harvey Pitt ha dato le dimissioni da presidente della SEC e Webster lo ha seguito a ruota dimettendosi dalla presidenza di PCAOB.

A metà del 2003, il nuovo presidente della SEC William Donaldson ha chiamato William Mac Donough – che ha guidato la Fed di New York dal 1993 al 2003 – a presiedere PCAOB. Lo stesso presidente ha definito PCAOB una *start-up company* ad indicare lo stato organizzativo ancora iniziale dell'organismo di controllo.

Trarre conclusioni sull'attività di PCAOB, quindi, è del tutto prematuro. Ma qualche osservazione critica può essere avanzata. In primo luogo va osservato che esiste sempre un rischio di "cattura" del legislatore e/o dell'organismo di controllo da parte dei soggetti controllati, soprattutto se questi sono molto grandi e dotati di una influente rete di connessioni che consente una efficace attività di *lobbying* come le grandi società di revisione (le *big five*, ridotte a *big four* dopo l'assorbimento di Arthur Andersen).

2. LA FINANZA PUBBLICA*

Il 1° gennaio 2004, in attuazione della Legge Delega dell'aprile 2003 per la riforma del sistema fiscale statale, è entrato in vigore il nuovo Testo Unico delle imposte sui redditi, con l'attuazione della riforma dell'imposizione sulle società di capitali e sugli enti commerciali e la revisione dell'imposizione su persone fisiche, società di persone ed enti non commerciali. La riforma dell'imposizione societaria ha richiesto anche una parziale revisione del regime di tassazione dei redditi delle attività finanziarie.

Scopo di questo capitolo è innanzitutto di illustrare le principali novità introdotte nell'ordinamento tributario e tentare una prima valutazione delle modifiche più rilevanti. La riforma prevede novità significative soprattutto per i gruppi e società per i quali, con l'introduzione del consolidato fiscale, sembra si prospetti una riduzione del prelievo effettivo. In realtà bisogna considerare che alla riduzione dell'aliquota d'imposta si accompagnano la soppressione della DIT e l'ampliamento della base imponibile. Viene inoltre anticipata parte della riforma della tassazione dell'attività finanziarie, con l'abolizione del credito d'imposta e l'inclusione in IRPEF del 40% di dividendi e plusvalenze da partecipazioni qualificate.

Nella seconda parte del capitolo si illustrano le prime informazioni di consuntivo di finanza pubblica nel 2003. Lo scorso anno si è caratterizzato per una crescita sostenuta della spesa pubblica al netto degli interessi, i cui effetti sul disavanzo sono stati bilanciati dalla crescita della pressione tributaria dovuta ai proventi dei condoni.

2.1 L'IRES

Il nuovo sistema di tassazione dei redditi societari, incentrato sull'imposta sui redditi delle società (IRES) si presenta, sotto molti aspetti, profondamente diverso da quello previgente, sia per quanto riguarda la struttura delle aliquote e i criteri di determinazione della base imponibile, sia per quanto riguarda il trattamento dei redditi internazionali.

* A cura di M. Flavia Ambrosanio.

La struttura delle aliquote. La nuova imposta sui redditi societari si caratterizza, innanzitutto, per l'abolizione del sistema duale ed il ritorno ad un'aliquota unica, pari al 33% a (fronte del 34% dell'IRPEG). Contestualmente alla riduzione dell'aliquota, la riforma ha abolito la cosiddetta DIT, che prevedeva l'applicazione dell'aliquota agevolata del 19% sul rendimento ordinario dei nuovi apporti di capitale nell'impresa. E' stata abolita anche l'imposta sostitutiva sulle operazioni straordinarie di riorganizzazione delle attività produttive, introdotta con il D.lgs. 358/97, sempre con aliquota del 19%.

Le nuove disposizioni riguardanti la determinazione della base imponibile. La riduzione dell'aliquota è stata accompagnata da specifiche disposizioni che riguardano la determinazione della base imponibile, il cui effetto netto è a priori incerto, dal momento che alcune tendono ad aumentare il reddito tassabile ed altre a ridurlo.

Innanzitutto, è stato introdotto nel nostro ordinamento l'istituto della *participation exemption*, che consiste nella irrilevanza fiscale delle plusvalenze e minusvalenze, realizzate su partecipazioni in società con e senza personalità giuridica, residenti e non residenti. Le plusvalenze da partecipazioni, prima tassate ad aliquota agevolata, diventano esenti e le minusvalenze, prima in parte deducibili, non sono più deducibili. Questa disposizione dovrebbe, in termini generali, portare ad una riduzione dell'aliquota effettiva di prelievo. Per poter usufruire del nuovo trattamento delle plusvalenze, devono comunque verificarsi alcune condizioni: a) le partecipazioni devono essere classificate nelle immobilizzazioni finanziarie nel primo bilancio chiuso durante il periodo di possesso; b) la società partecipata deve esercitare un'effettiva attività commerciale e non deve risiedere in un Paese a regime fiscale privilegiato; c) la partecipazione deve essere posseduta ininterrottamente dal primo giorno del dodicesimo mese precedente la cessione.

In relazione al peggiore trattamento delle minusvalenze, una deroga al provvedimento è concessa agli enti creditizi, per quanto riguarda le partecipazioni acquisite nell'ambito di interventi finalizzati al recupero di crediti o derivanti dalla conversione in azioni di nuova emissione di crediti verso imprese in temporanea difficoltà finanziaria. Per effetto della deroga, gli enti creditizi possono restare nel sistema previgente. Essa risponde all'esigenza di non introdurre un disincentivo fiscale alla conversione di crediti in partecipazioni.

Per quanto concerne le componenti negative della base imponibile, la riforma prevede l'applicazione di disposizioni volte a limitare la deducibilità degli interessi passivi. Innanzitutto, a fronte della cosiddetta *participation exemption*, la nuova disciplina prevede l'indeducibilità degli interessi passivi relativi ai finanziamenti utilizzati per l'acquisto di partecipazioni che si qualificano per l'esenzione, con il sistema del pro-rata patrimoniale¹.

Ulteriori limiti alla deducibilità degli interessi sono stati introdotti con l'obiettivo di "contrasto all'utilizzo della sottocapitalizzazione" (*thin capitalization*), in relazione a linee di credito garantite o erogate da un socio e da sue parti correlate (ad esempio, altre società controllate), che detengano almeno il 25% del capitale sociale². La disposizione non si applica ai contribuenti il cui fatturato non supera le soglie previste per l'applicazione degli studi di settore.

Le nuove norme sugli interessi passivi si affiancano comunque alla norma già esistente, del cosiddetto "pro-rata generale di indeducibilità", ovvero la deduzione degli interessi passivi è consentita solo in proporzione al rapporto tra ricavi e proventi che concorrono a determinare il reddito imponibile e i ricavi complessivi, inclusi i proventi esenti. Il legislatore ha introdotto tuttavia una sorta di gerarchia di deducibilità degli interessi: dato l'ammontare complessivo di interessi passivi, prima si applica la norma sulla *thin capitalization*, poi quella del pro-rata patrimoniale, poi quella del pro-rata generale.

Il nuovo Testo Unico prevede poi l'irrelevanza fiscale delle svalutazioni e rivalutazioni su azioni e titoli simili dell'attivo circolante.

Rilevanti modifiche dell'ordinamento riguardano il trattamento fiscale dei dividendi e la disciplina del credito d'imposta. Il credito d'imposta viene abolito. I dividendi distribuiti da società, con o senza personalità giuridica - sui quali queste non applicano più la ritenuta d'acconto del 10% - concorrono alla formazione della base imponibile del percettore solo per il 5% del loro ammontare. Il sistema

¹ In presenza di partecipazioni esenti, la deducibilità degli interessi viene limitata se il patrimonio netto contabile della partecipante è minore del valore di libro della partecipazione. La quota di indeducibilità viene calcolata come rapporto tra eccedenza di valore e residuo attivo di bilancio (differenza tra il totale attivo e il patrimonio netto, aumentato dei debiti commerciali).

² In particolare, gli interessi passivi diventano indeducibili quando il rapporto tra l'ammontare complessivo dei finanziamenti erogati o garantiti dai soci qualificati o loro parti correlate e la quota di patrimonio netto contabile di loro pertinenza è superiore a quello di 4 a 1 (per il 2004, questo rapporto è pari a 5 a 1). La disposizione non si applica qualora il contribuente dimostri che l'ammontare dei finanziamenti è giustificato dalla propria esclusiva capacità di credito e che sarebbero stati erogati anche da terzi indipendenti con la sola garanzia del patrimonio sociale.

del credito d'imposta viene dunque sostituito dalla quasi totale esenzione dei dividendi in capo al percettore. Lo stesso regime di esenzione al 95% si applica agli utili distribuiti da società non residenti; sono invece integralmente assoggettati ad imposizione gli utili provenienti da società residenti in Paesi a fiscalità privilegiata.

I regimi opzionali. La riforma dell'imposizione societaria si caratterizza anche per aver introdotto regimi di tassazione opzionali, a scelta dei contribuenti.

In primo luogo, è stata introdotta la facoltà di optare per la tassazione consolidata, riconoscendo il concetto di gruppo di società anche dal punto di vista fiscale. Il modello adottato per la tassazione di gruppo (gruppi societari legati da partecipazioni di controllo) prevede la determinazione di un'unica base imponibile, risultato della somma algebrica degli imponibili della stessa controllante e delle sue controllate che hanno optato per il consolidato (Fiscal Unit)³. I gruppi possono in questo modo beneficiare della compensazione tra profitti e perdite di gruppo. I profitti (o le perdite) delle controllate vengono consolidati integralmente dalla controllante, a prescindere dalla percentuale di controllo. Sono totalmente esclusi dalla base imponibile consolidata i dividendi infra-gruppo. L'opzione è irrevocabile per un periodo di almeno tre anni.

Accanto al consolidato fiscale nazionale, è stato introdotto il consolidato mondiale che consente, sempre su base opzionale, di imputare al soggetto controllante i redditi e le perdite prodotti dalle controllate non residenti per la quota corrispondente alla percentuale di partecipazione agli utili della controllante e delle sue controllate residenti che abbiano optato per il regime del consolidato nazionale. Nella base imponibile della società controllante vengono inclusi proporzionalmente i redditi imponibili di tutte le società controllate non residenti. Non si ha pertanto un consolidato integrale come quello nazionale ma un consolidato pro-quota. La determinazione dell'imponibile è effettuata sulla base delle norme vigenti in Italia; tuttavia, per evitare le complicazioni legate al funzionamento di tale istituto, sia per il gruppo che per l'erario, sono state previste

³ Ai fini dell'applicazione di tale disposizione, si qualifica come *controllata* la società al cui capitale e al cui utile la controllata partecipa, direttamente e indirettamente, per una percentuale superiore al 50 per cento, da determinarsi tenendo conto dell'eventuale demoltiplicazione prodotta dalla catena societaria di controllo.

specifiche procedure semplificate di determinazione del reddito imponibile delle società estere. L'opzione è irrevocabile per un periodo non inferiore a cinque anni.

Infine, è stata introdotta la disposizione del *consortium relief*, ovvero la facoltà per le società di capitali di optare per il regime cosiddetto “della trasparenza”, già in vigore per le società di persone che svolgono attività d'impresa. Gli utili o le perdite della società si imputano a ciascun socio, in proporzione alla propria quota di possesso, a condizione che i soci siano a loro volta società di capitali residenti, con partecipazioni ciascuna non inferiore al 10% e non superiore al 50%. L'opzione per il regime della trasparenza è consentita anche in presenza di soci non residenti, solo nel caso in cui ad essi non si applichino ritenute sugli utili distribuiti dalla partecipata residente.

E' prevista una disposizione analoga anche per le società a responsabilità limitata, al cui capitale sociale partecipino solo persone fisiche, a ristretta base proprietaria (al massimo 10 soci, 20 se si tratta di società cooperative a responsabilità limitata).

Credito d'imposta per i redditi prodotti all'estero ed estensione della CFC Legislation. La nuova disciplina è intervenuta anche in materia di crediti d'imposta sui redditi prodotti all'estero mediante stabile organizzazione. Il nuovo regime prevede che l'eventuale eccedenza di imposta pagata all'estero a titolo definitivo sull'imposta italiana, dovuta sullo stesso reddito d'impresa, possa essere utilizzata come credito d'imposta, laddove negli otto anni precedenti o successivi si sia verificata – per lo stesso Stato estero – una situazione opposta (ovvero l'imposta italiana sia risultata superiore a quella estera e quindi vi sia una capienza non sfruttata).

In proposito, va sottolineato che il nuovo Testo Unico ha introdotto nel nostro ordinamento il concetto di stabile organizzazione, mutuato in larga parte da quello contenuto nell'art. 5 del Modello OCSE del 1977 (successivamente aggiornato) anche se con alcune variazioni⁴. L'importanza di questo concetto

⁴ Secondo le nuove disposizioni viene considerato stabile organizzazione anche un cantiere di costruzione o di montaggio o d'installazione, nonché l'esercizio di un'attività di supervisione ad esso connesso, a condizione che cantiere, progetto o attività abbia durata superiore a tre mesi. Nel modello OCSE, la durata dell'attività deve essere di almeno 12 mesi ed inoltre l'attività di supervisione viene circoscritta al solo caso di esercizio da parte dello stesso costruttore.

deriva dal fatto che dalla presenza di un *permanent establishment* deriva il presupposto dell'imposta e, di conseguenza, l'individuazione dei redditi d'impresa derivanti da attività esercitate all'interno del territorio dello Stato da non residenti, che siano imponibili nel nostro Paese⁵.

Sempre in tema di flussi di reddito internazionali, la riforma ha reso più restrittiva la disciplina delle CFC (*controlled foreign companies*), che prevede che ai soggetti residenti controllanti siano imputati i redditi conseguiti da un soggetto estero controllato e localizzato in Stati o territori a fiscalità privilegiata. Le nuove norme ne estendono l'applicazione anche ai soggetti che abbiano una partecipazione di collegamento non inferiore al 20% degli utili dell'impresa o della società localizzata nel paese con regime fiscale privilegiato.

2.2 Gli effetti dell'IRES sulla tassazione delle persone fisiche

Sembra opportuno richiamare anche le nuove norme che sono state introdotte in merito alla tassazione delle persone fisiche, società o individui, in conseguenza della riforma dell'imposizione societaria.

Società di persone. Per le società di persone, le novità più significative introdotte dal nuovo Testo Unico possono essere riassunte come segue: (i) abrogazione della DIT e dell'imposta sostitutiva del 19% sulle operazioni di riorganizzazione produttiva; (ii) abolizione dell'imposta sostitutiva del 27% sulle plusvalenze da partecipazioni qualificate detenute fuori dall'esercizio d'impresa e loro inclusione per il 40% nella base IRPEF (a condizione che siano possedute ininterrottamente per almeno 12 mesi e che siano immobilizzazioni finanziarie; (iii) inclusione nella base imponibile delle plusvalenze realizzate (diverse da quelle su partecipazioni), integralmente nell'esercizio del realizzo ovvero, se i beni sono stati posseduti per almeno tre anni, in quote costanti nei tre esercizi successivi a quello del realizzo; (iv) parziale ineducibilità delle minusvalenze su partecipazioni finanziarie che sono immobilizzazioni; (v) abolizione del credito d'imposta sui dividendi.

⁵ Il diritto del Paese fonte alla tassazione del reddito dei non residenti viene di solito infatti esercitato a condizione che l'attività produttiva al suo interno sia organizzata attraverso una stabile organizzazione.

Individui. Per gli individui, l'introduzione dell'IRES e le modifiche apportate a molte delle norme previgenti hanno comportato sostanziali novità nell'ambito della tassazione dei redditi delle attività finanziarie.

Innanzitutto viene modificato il trattamento dei dividendi, con l'abolizione del credito d'imposta. Per i dividendi da partecipazioni non qualificate (per i quali il regime del credito d'imposta era opzionale) resta in vigore il sistema classico di doppia tassazione, con il 33% di IRES in capo alla società e la cedolare secca del 12,5% in capo al percettore. La cedolare del 12,5% si applica anche ai dividendi di fonte estera. Se si tratta di dividendi su partecipazioni qualificate (per i quali era invece obbligatorio il regime del credito d'imposta), questi vanno inclusi per il 40% del loro ammontare nella base imponibile dell'IRPEF.

Viene inoltre modificato il trattamento dei redditi diversi, con la scomparsa dell'aliquota del 27%. Al pari dei dividendi, anche le plusvalenze su partecipazioni qualificate vengono assoggettate ad IRPEF, per il 40% del loro ammontare. Per le partecipazioni non qualificate resta l'aliquota del 12,5%.

2.3 Gli effetti della riforma sul gettito fiscale

La TAB. 2.1 illustra gli effetti della riforma sul gettito di competenza del 2004, secondo le stime ufficiali contenute nella Relazione tecnica al Decreto legislativo di attuazione della Legge Delega del 7 aprile 2003, n. 80.

Il costo complessivo della riforma è stimato in circa 1 miliardo di euro. Le riduzioni di gettito più rilevanti proverrebbero dall'introduzione del consolidato nazionale (che, si ricorda, è un regime opzionale) e dall'abolizione dell'imposta sostitutiva sulle plusvalenze; esse sarebbero più che compensate dall'incremento di gettito proveniente dall'abolizione del credito d'imposta sui dividendi.

La riforma sembrerebbe dunque essere attuata a quasi parità di gettito.

La riduzione di un punto dell'aliquota legale e l'introduzione dei regimi opzionali per le società di capitali verrebbero finanziate dall'ampliamento delle basi imponibili - sia delle persone giuridiche (indeducibilità di minusvalenze, limiti alla deducibilità degli interessi passivi) sia delle persone fisiche (inclusione del 40% dei dividendi e delle plusvalenze su partecipazioni qualificate nella base imponibile IRPEF) - e dall'abolizione del credito d'imposta.

Questione diversa è quella degli effetti distributivi della riforma. In questo caso, e non sarebbe stato possibile, non c'è nessuna clausola di salvaguardia come

quella introdotta per l'attuazione della cosiddetta prima tranche della riforma dell'IRPEF (nessun contribuente deve vedere peggiorata la sua posizione rispetto alla legislazione previgente). Ci saranno società che guadagnano dalla riforma e altre che vedranno aumentare il loro debito d'imposta e altrettanto vale per le persone fisiche interessate dai mutamenti della legislazione.

TAB. 2.1 – Le stime degli effetti sul gettito nel 2004
(milioni di euro)

Imposta sulle società	
Riduzione dell'aliquota	-973,3
Abolizione DIT	+727,3
Indeducibilità minusvalenze iscritte	+1.011,4
Abolizione credito d'imposta sui dividendi	+3.538,0
Abolizione imposta sostitutiva sulle plusvalenze	-1.379,8
Recupero parziale abolizione imposta sostitutiva	+646,5
Consolidato nazionale	-3.373,6
Consolidato mondiale	-326,3
Norme sovvenzionali	-657,7
Altre	-194,1
Effetto complessivo	-981,6
Società di persone	
Effetto complessivo	+70,5
Persone fisiche	
Effetto complessivo	-83,1
Enti non commerciali	
Effetto complessivo	-18,0
Effetto complessivo riforma	-1012,2

2.4 Alcune riflessioni generali

La riforma Tremonti interviene a sei anni dalla riforma Visco, con modifiche, come si è visto, sostanziali della disciplina fiscale dei redditi societari e di alcuni redditi delle attività finanziarie. Al di là dei meriti e dei demeriti della riforma, occorre innanzitutto osservare, come hanno del resto sottolineato autorevoli studiosi della materia, che mutamenti dell'ordinamento concentrati in pochi anni possono avere costi di aggiustamento anche rilevanti per i contribuenti, soprattutto se coinvolgono aspetti di pianificazione, quindi decisioni di medio-

lungo periodo, e di strategie organizzative. Mutamenti di rilievo dell'ordinamento tributario modificano infatti il sistema degli incentivi e dunque i comportamenti dei contribuenti coinvolti.

Ciò premesso, non è cosa semplice dare una valutazione sulla recente riforma, soprattutto una valutazione di carattere generale, in altri termini un giudizio sintetico, del tipo la riforma "è buona" o viceversa la riforma "è cattiva". Tutte le riforme implicano aspetti di efficienza e di equità, spesso tra loro contrastanti. È possibile tuttavia isolare alcuni aspetti della riforma e individuare i pro e contro delle novità più significative.

Un aspetto di rilievo della nuova disciplina concerne l'abolizione della DIT. È opportuno ricordare che il sistema duale di tassazione dei redditi societari era stato introdotto con la riforma Visco, con l'esplicito obiettivo di rimuovere in parte l'incentivo al ricorso all'indebitamento delle società, derivante dalla completa deducibilità degli interessi passivi. La DIT mirava dunque a ridurre il divario tra il costo del finanziamento con debito e il costo del finanziamento con capitale proprio (in questo rafforzata dalla presenza dell'IRAP, la cui base imponibile include gli interessi passivi). Mirava, in altri termini, a rendere il sistema meno distorsivo nei confronti delle scelte di finanziamento delle imprese. Sotto questo profilo, la riforma sembra segnare un passo indietro.

È vero che sono state introdotte disposizioni che limitano l'indeducibilità degli interessi passivi, ma queste hanno altre finalità. Ha scopo anti-elusivo la disposizione sulla *thin capitalization*, che, come è scritto nella Relazione di accompagnamento al provvedimento, *non intende sfavorire l'indebitamento in quanto tale ma solo quello verso il socio qualificato e le sue parti correlate utilizzato oltre il limite consentito ai fini di pianificazione fiscale*. La norma tende, in altri termini, ad evitare che i soci trasformino gli utili derivanti dalla partecipazione alla società in oneri finanziari deducibili e assoggettati, in capo al socio, ad un regime tributario più favorevole. Il pro-rata patrimoniale è stato invece coerentemente introdotto a fronte del possesso di plusvalenze che godono del regime di esenzione.

Un'altra modifica sostanziale dell'ordinamento riguarda la disciplina dei dividendi, con l'abolizione del credito d'imposta. L'istituto del credito d'imposta trovava la sua giustificazione nell'attenuazione della doppia tassazione dei dividendi, prima in capo alla società e poi in capo al socio, risultato che può

essere raggiunto attraverso svariati metodi, tra cui quello dell'esenzione, parziale o totale, dalla base imponibile del socio⁶. Gli utili vengono così tassati solo all'atto della loro produzione e non ulteriormente al momento della distribuzione. Il vantaggio del sistema dell'esenzione, rispetto al credito d'imposta, è che può essere applicato anche ai dividendi distribuiti da società non residenti⁷, evitando la discriminazione tra fonti di provenienza (interna o estera) di uno stesso reddito.

Il sistema della (quasi totale) esenzione non è però stato esteso anche alle persone fisiche (individui o società di persone), che hanno perso comunque il diritto all'opzione per il credito d'imposta. Per i dividendi da partecipazioni non qualificate, resta una forma di doppia tassazione, IRES più cedolare secca al 12,5%, il che implica una tassazione, nel caso di aliquota marginale massima dell'imposta personale, pari al 41,375%. Quest'aliquota sale al 43,72% se si tratta di dividendi su partecipazioni qualificate, data l'inclusione al 40% nella base imponibile IRPEF. L'abolizione del credito penalizza dunque i contribuenti con i redditi meno elevati.

La riforma si caratterizza poi per avere introdotto nel nostro ordinamento il cosiddetto consolidato fiscale e ciò costituisce un allineamento alla maggior parte dei Paesi europei, che da tempo riconoscono la fiscalità di gruppo. Nel caso italiano, la norma è ancora più favorevole dal momento che la partecipazione di controllo deve essere non inferiore a quella stabilita dal codice civile (più del 50%), mentre in altri Paesi arriva anche al 90%. I vantaggi di questa opzione consistono nella possibilità di consolidare nella base imponibile della controllante perdite fiscali e crediti d'imposta delle società partecipate. Secondo il legislatore, inoltre, il nuovo sistema consentirebbe di superare i problemi derivanti nel sistema previgente dalle operazioni poste in essere dai gruppi al fine non solo di compensare risultati positivi e negativi delle diverse società ma anche di eludere l'imposta (ad esempio, trasferimento di quote di utili a società in perdita attraverso transazioni fittizie, a prezzi diversi da quelli normali, in frode al fisco). Un altro importante vantaggio della fiscalità di gruppo sta nella possibilità di consolidare nella base imponibile anche le perdite pregresse delle società del

⁶ Sistemi alternativi sono quelli dell'esenzione dalla base imponibile della società che distribuisce gli utili e della differenziazione delle aliquote. I diversi sistemi di integrazione tra imposta societaria e imposta personale, tutti tesi a ridurre le forme di doppia tassazione, non sono però equivalenti, nel senso che implicano effetti di incentivo differenti.

⁷ Ciò non è possibile col credito d'imposta, perché la tassazione degli utili in capo alla società avviene nel paese fonte del reddito.

gruppo. Anche la norma italiana prevede un limite in proposito, nel senso che le perdite fiscali maturate prima dell'introduzione del consolidato possono essere usate solo dalle società cui competono⁸.

La disciplina del consolidato fiscale sembra pertanto condivisibile sotto molti aspetti, anche se resta aperta la questione degli effetti distributivi, ovvero degli svantaggi per le società che non avranno i requisiti per l'opzione.

Infine, come si è detto, accanto al consolidato nazionale, viene introdotto il consolidato mondiale, che coinvolge anche società del gruppo non residenti. L'introduzione di questa norma si inserisce nella più ampia logica dell'armonizzazione fiscale, sulla base delle raccomandazioni e delle proposte di coordinamento della Commissione Europea, di introdurre un consolidato di gruppo per le società operanti in UE, in modo da garantire, a certe condizioni, alle società presenti in più Paesi lo stesso trattamento delle società che operano all'interno dei confini nazionali. Questo istituto è attualmente presente solo negli ordinamenti della Danimarca, ma per quote di partecipazione del 100%, e della Francia, con molte restrizioni; dunque il Fisco italiano ha assunto un atteggiamento particolarmente flessibile e favorevole ai gruppi interessati.

Quali dunque le conclusioni?

1. Come per gran parte delle riforme avvenute nei diversi Paesi a partire dalla metà degli anni Ottanta, anche in questo caso, l'abbassamento dell'aliquota legale dell'imposta societaria viene finanziato attraverso allargamenti delle basi imponibili. Bisogna infatti ricordare che una parte della riforma prevista dalla legge delega, relativa all'abolizione dell'IRAP, che avrebbe comportato un'effettiva riduzione del carico fiscale, non è stata attuata, per i noti problemi del vincolo di bilancio pubblico.
2. Il carico tributario gravante sui profitti delle imprese non è ridotto per tutti i contribuenti nella stessa misura. Se appare indubbio che la nuova disciplina avvantaggi i grandi gruppi, che operano anche a livello internazionale, è quasi altrettanto certo che molte imprese vedranno aumentare il loro debito d'imposta (abolizione della DIT, indeducibilità parziale degli interessi passivi e indeducibilità delle minusvalenze).

⁸ In altri termini, le società dovranno prima compensare le perdite anteriori all'introduzione della tassazione di gruppo con i propri imponibili positivi e successivamente trasferire il saldo, se positivo, o la perdita di esercizio alla controllante.

3. L'abolizione della DIT rimuove il disincentivo a finanziarsi con debito; i limiti introdotti alla deducibilità degli interessi passivi, in quanto rivolti a perseguire obiettivi anti-elusivi, non possono ritenersi sostitutivi degli effetti della DIT.
4. Sono interessanti le innovazioni relative ai flussi di reddito internazionali e l'ordinamento italiano in un certo senso si allinea a quelli vigenti negli altri Paesi europei. Le forme di esenzione di dividendi e plusvalenze anche su partecipazioni estere potrebbero incentivare la localizzazione in Italia di società estere.
5. Infine le modifiche apportate alla tassazione dei redditi delle attività finanziarie costituiscono solo un anticipo della vera e propria riforma prefigurata nella Legge Delega. Si riduce la tassazione delle plusvalenze da partecipazioni qualificate (dall'aliquota del 27% si passa ora, nel caso di aliquota marginale massima dell'IRPEF, ad un'aliquota intorno al 19%). Aumenta la tassazione dei dividendi da partecipazioni non qualificate per tutti i contribuenti persone fisiche che avevano convenienza ad optare per il credito d'imposta. Cambia la tassazione dei dividendi da partecipazioni qualificate, ora soggetti ad IRPEF per il 40% del loro ammontare.

2.5 I conti pubblici nel 2003

Il 1° marzo, come di consueto, l'ISTAT ha diffuso le prime informazioni di consuntivo sul quadro economico e di finanza pubblica nel 2003. Per quanto riguarda l'evoluzione delle entrate, il 2003 ha fatto registrare un aumento della pressione fiscale, dal 41,9% al 42,8% del PIL. L'aumento è interamente dovuto alle maggiori imposte in conto capitale, pari a circa 20 miliardi di euro, derivanti essenzialmente dai condoni. Al netto di questo gettito di natura una-tantum, la pressione fiscale avrebbe segnato una riduzione dal 41,9% al 41,2% del PIL; si noti che nel corso del 2003 il gettito delle imposte dirette ha subito una diminuzione dell'1% circa rispetto al 2002.

Dal lato della spesa, si osserva una crescita sostenuta delle spese al netto degli interessi, dal 41,8% al 43,5% del PIL. Gli interessi sul debito pubblico scendono dal 5,8% al 5,3% del PIL. La spesa corrente al netto degli interessi cresce di un pieno punto percentuale di PIL, dal 38,4% al 39,4%. Tra le spese correnti, le voci più dinamiche sono state i consumi intermedi (+8,8%), i redditi

da lavoro dipendente (+5,3%), le prestazioni sociali in denaro (+4,8%). Le spese in conto capitale hanno segnato una crescita del 22,4%, per effetto dei maggiori investimenti. Gli oneri per interessi passivi si sono ridotti del 4,5% (TAB. 2.2).

TAB. 2.2 – I conti delle Amministrazioni Pubbliche 2001-2003
(miliardi di euro)

	2001	2002	2003
Entrate correnti	553,2	566,0	578,3
di cui:			
Imposte dirette	182,7	179,0	177,4
Imposte indirette	176,5	185,1	188,5
Contributi sociali	153,9	161,3	171,0
Entrate in c/capitale	3,4	5,6	24,5
di cui:			
Imposte in conto capitale	1,1	3,0	20,2
Entrate totali	556,6	571,6	602,8
Spese correnti al netto interessi	461,4	484,1	512,2
di cui:			
Consumi finali	229,5	238,9	253,4
Prestazioni sociali in denaro	202,3	214,0	224,2
Interessi passivi	79,6	72,5	69,3
Spese correnti totali	541,0	556,6	581,5
Spese in conto capitale	47,9	43,4	53,1
Spese totali	588,8	600,0	634,6

TAB. 2.3 – Principali indicatori di finanza pubblica 2001-2003
(in % del PIL)

	2001	2002	2003
Indebitamento netto	2,6	2,3	2,4
Avanzo primario	3,9	3,5	2,9
Pressione fiscale	42,2	41,9	42,8
Spese correnti	44,4	44,2	44,7
Interessi passivi	6,5	5,8	5,3
Spese correnti al netto interessi	37,9	38,4	39,4
Spese totali al netto interessi	41,8	41,8	43,5
Spese totali	48,3	47,6	48,8

Rispetto al 2001, l'anno di cerniera tra la vecchia e la nuova legislatura, il prelievo complessivo (TAB. 2.3) aumenta, in quota di PIL di 0,6 punti, la spesa corrente al netto degli interessi di 1,5 punti, mentre gli interessi sul debito si riducono di 1,2 punti di PIL.

Come risultato di tali andamenti, l'indebitamento netto si stabilizza negli intorni del 2,5% del PIL (2,6, 2,3 e 2,4% del PIL nei tre anni 2001-2-3, mentre l'avanzo primario si riduce dal 3,9 al 3,5 al 2,9% del PIL.

Senza voler commentare in dettaglio i problemi di bilancio di una economia a bassissima crescita quale è l'economia italiana, si deve rilevare il paradosso di politiche annunciate e per certi versi realizzate di riduzione fiscale e il contemporaneo aumento del gettito e della pressione fiscale. Il fatto che il maggior gettito derivi da condoni e sia quindi formalmente riferito ad anni precedenti non modifica il fatto che i versamenti d'imposta siano stati effettuati nel 2003 e altri saranno effettuati nel 2004. E' vero che gli effetti negativi di provvedimenti *una-tantum* sui consumi e sulla domanda aggregata è minore degli effetti che si avrebbero con aumenti permanenti, ma forse i contribuenti tra poco non riusciranno più a considerare i condoni come prelievi transitori. Quello che sembra certo è che l'evoluzione strutturale del gettito non sembra compatibile, dato il vincolo di bilancio, con i tassi di crescita della spesa. Resta poi da chiedersi se e in che misura il succedersi dei condoni, che pure recupera gettito che avrebbe dovuto essere pagato nel passato, non determini anche, e forse per importi maggiori, una riduzione del gettito futuro, per via dell'attesa di nuovi condoni.

In conclusione, gestire la politica di bilancio con tassi di crescita dell'economia così bassi come quelli italiani, non è compito semplice, soprattutto se la riduzione del tasso di crescita dell'economia viene considerata dalla politica solo come un fatto temporaneo destinato ad essere seguito da una rilevante accelerazione. Magari non è così e, se non è così, condoni e cartolarizzazioni non sono l'unica soluzione

3. LA CONGIUNTURA MONETARIA E I TASSI D'INTERESSE

L'andamento dei mercati monetari negli ultimi quattro mesi si è caratterizzato per grande stabilità nello sviluppo degli aggregati e per grande stabilità dei tassi d'interesse. Nell'area dell'euro, moneta e credito continuano a crescere con regolarità, a tassi relativamente elevati. L'inflazione europea continua a persistere su livelli che, pur bassi rispetto ai valori storici e agli obiettivi, rimangono elevati rispetto alle medie dei paesi concorrenti.

La politica monetaria europea si trova di fronte all'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro, allo yen e alle monete dei paesi dell'Est asiatico. Un elemento positivo per l'inflazione, ma negativo per le esportazioni e quindi per la crescita dell'economia europea. La politica monetaria europea è però orientata al mantenimento degli attuali livelli dei tassi di *policy*, anche per le preoccupazioni che i banchieri centrali hanno sugli atteggiamenti dei governi europei in materia di governo dei flussi di finanza pubblica, in difficoltà per via degli stabilizzatori automatici e dei loro effetti sui saldi di bilancio. I movimenti di capitale dall'Europa verso il dollaro che ne avevano favorito l'apprezzamento, si sono ridotti, disincentivati dai bassi tassi d'interesse americani e dalle incertezze sul futuro del cambio euro/dollaro. La ripresa dei corsi azionari a Wall Street sta facendo recuperare livelli e trend in linea con le tendenze di lungo periodo: sembra quindi sia stato metabolizzato il calo dei corsi del 2000-2002.

In Italia continua la crescita degli impieghi bancari, concentrata sugli impieghi a medio lungo termine, a sostegno del mercato edilizio e nel settore dei prestiti al dettaglio. Continua la crescita della raccolta bancaria. Lo *spread* tra tassi attivi e passivi sembra avere raggiunto un suo punto di minimo. Le recenti statistiche armonizzate sui tassi dei prestiti mostrano, diversamente da pregiudizi diffusi, che le banche italiane – almeno da questo punto di vista – reggono bene il confronto con gli altri paesi dell'Area dell'euro.

3.1 Tassi ufficiali e aggregati monetari e creditizi*

Nell'ultima parte del 2003 e in questi primi mesi del 2004 la BCE ha deciso di mantenere invariato al 2% il tasso minimo di offerta applicato alle

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

operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la Banca Centrale sono così rimasti rispettivamente al 3% e all'1%.

La decisione di mantenere gli stessi tassi di interesse ufficiali discende dal giudizio che le prospettive di medio termine per la stabilità dei prezzi non sono mutate e pertanto l'orientamento di politica monetaria assunto il 5 giugno 2003 è stato ritenuto adeguato. In particolare, la BCE ha ritenuto che i rischi inflazionistici risultino contenuti dal favorevole andamento dei prezzi all'importazione e che, contemporaneamente, la ripresa economica dell'area dell'euro, per quanto ancora relativamente debole, sia ormai in atto dal terzo quadrimestre del 2003.

Le variabili economiche. I dati sulla produzione nell'area dell'euro ed i risultati delle indagini congiunturali sono coerenti con l'aspettativa di un'espansione dell'attività nel corso del 2004, sia nel settore manifatturiero che in quello dei servizi.

Se nel recente passato la BCE era sembrata eccessivamente ottimista sulla ripresa dell'economia rispetto alle previsioni formulate da altre istituzioni internazionali, ora le sue attese di crescita del PIL risultano allineate a quanto dichiarato dalle altre istituzioni (TAB. 3.1).

TAB. 3.1 – Previsioni della BCE e di altre istituzioni

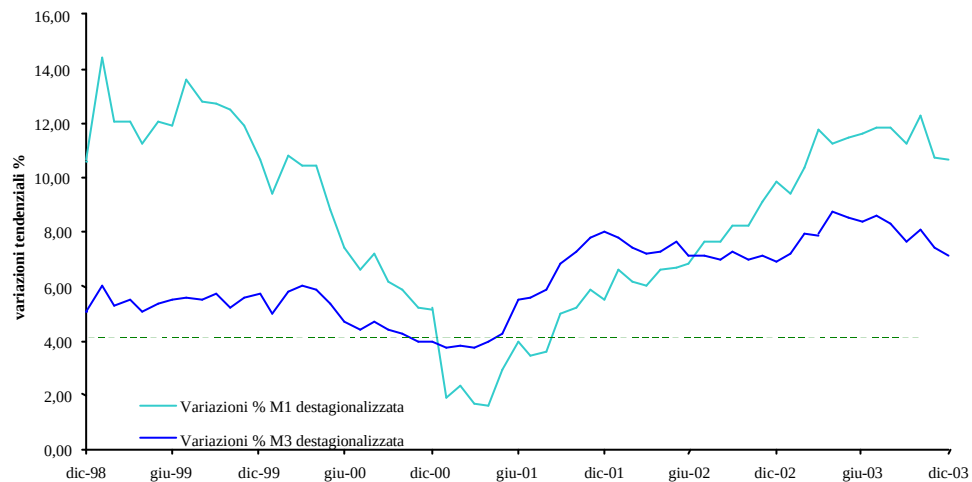
Fonte	Data	Inflazione			Crescita del PIL in termini reali		
		2003	2004	2005	2003	2004	2005
BCE	Dic. 03	2,0	1,3-2,3	1,0-2,2	0,2-0,6	1,1-2,1	1,9-2,9
Commissione Europea	Ott. 03	2,1	2,0	1,7	0,4	1,8	2,3
FMI	Set. 03	2,0	1,6	-	0,5	1,9	-
OCSE	Dic. 03	1,9	1,6	1,4	0,5	1,8	2,5
Consensus Economics	Gen. 04	1,9	1,7	1,7	0,6	1,8	2,1
Professional Forecasters	Gen. 04	1,9	1,8	1,7	0,7	2,0	2,3
Euro Zone Barometer	Gen. 04	2,0	1,7	1,7	0,5	1,8	2,1

Fonti: BCE, *Bollettino economico*, vari mesi, 2003-2004; OCSE, *Economic Outlook*, dicembre 2003; FMI, *World Economic Outlook*, Settembre 2003; Commissione Europea, *Economic forecasts*, autunno 2003.

A dicembre l'inflazione, misurata sullo IAPC, è risultata pari al 2%, valore mantenuto anche a febbraio. La BCE, che a dicembre aveva diffuso una propria

stima del livello dell'inflazione compreso in un *range* tra l'1,3% ed il 2,3% per il 2004 ed un *range* tra l'1% ed il 2,2% per il 2005, si è recentemente mostrata più ottimista, dichiarando che nel corso di quest'anno l'inflazione dovrebbe collocarsi al di sotto del 2% per poi rimanere in linea con la definizione di stabilità dei prezzi. Quest'aspettativa di una crescita inflazionistica più moderata discende dalla contenuta dinamica salariale e dall'apprezzamento dell'euro che hanno contribuito a calmierare le recenti crescite delle quotazioni in dollari delle materie prime.

FIG. 3.1 – Variazioni tendenziali della moneta: confronto tra M1 e M3
(dati mensili; periodo dicembre 1998 – dicembre 2003)

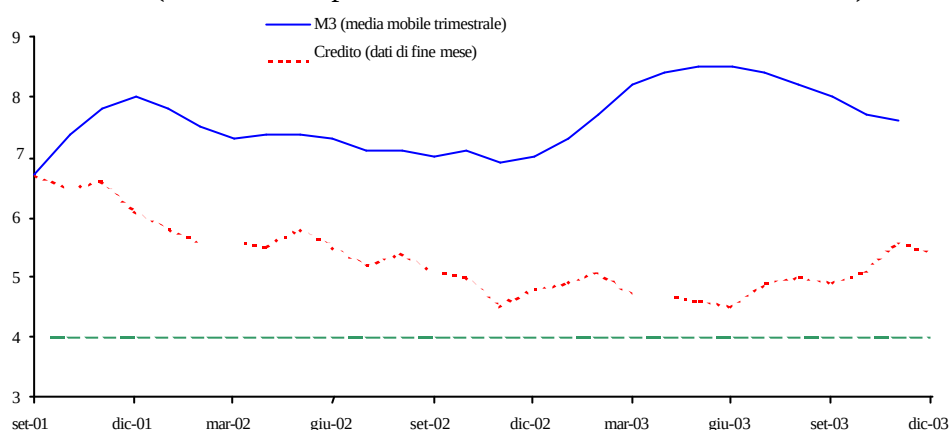


Le variabili monetarie. Nell'ultima parte del 2003 la crescita della moneta M3 si è mantenuta a livelli superiori al 7% (7,1% a dicembre), anche se negli ultimi mesi è finalmente apparso qualche sintomo di riduzione rispetto alla parte centrale dell'anno, quando la crescita di M3 aveva toccato un massimo dell'8,7% (FIG. 3.1). Questa diminuzione della crescita della moneta è stata favorita, secondo la BCE, da una ricomposizione del portafoglio degli individui su attività a lungo, favorita dai recenti rialzi delle quotazioni azionarie, dall'accentuarsi dell'inclinazione della curva dei rendimenti, dalla riduzione dell'incertezza sui mercati finanziari e dal miglioramento delle prospettive economiche. La componente M1 della moneta ha comunque continuato a crescere con tassi

tendenziali superiori al 10%, un valore solo leggermente inferiore a quello del dicembre 2002 (10,6%).

Il credito ai residenti nell'area dell'euro, incentivato dai bassi tassi d'interesse e dal miglioramento delle condizioni economiche, cresce a valori prossimi al 6%, cioè più che nella prima parte dell'anno (FIG. 3.2). Il settore maggiormente trainante è risultato quello delle famiglie, specie per quanto riguarda i prestiti per l'acquisto di abitazioni.

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



Le politiche di bilancio. La principale preoccupazione manifestata a più riprese dalla BCE nel corso degli ultimi mesi ha riguardato il futuro corso delle politiche di bilancio che verranno condotte nell'Unione. La decisione del Consiglio Ecofin del 25 novembre scorso di non accogliere le raccomandazioni della Commissione concernenti le fasi ulteriori della procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti di Francia e Germania ha infatti aperto le porte ad una possibile revisione del Trattato e del Patto di Stabilità e di Crescita. Ci sono dubbi fondati che anche gli accordi Ecofin, che pure prevedono obblighi di risanamento dei disavanzi di Francia e Germania nell'ordine dello 0,5-0,8% del PIL, possano non essere rispettati.

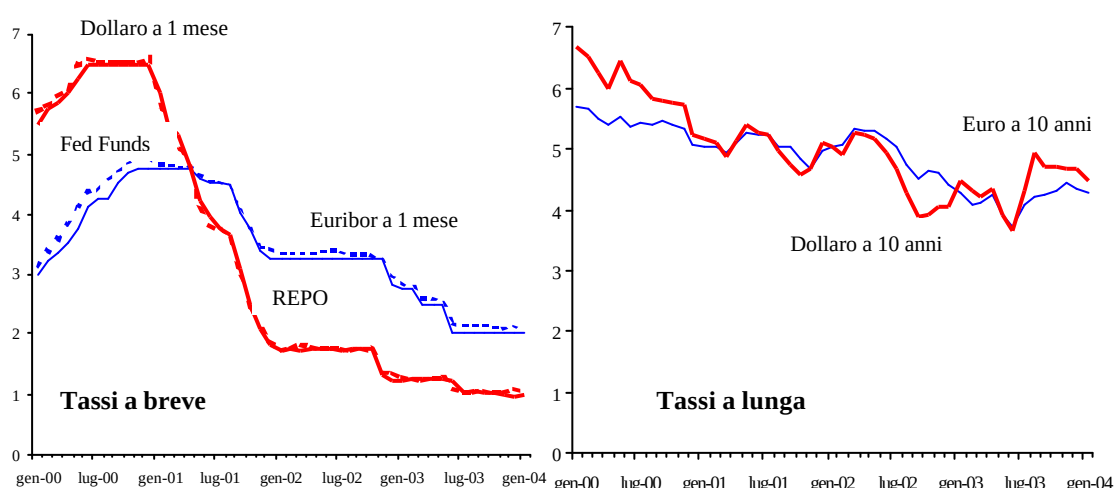
La BCE, pur non negando che siano possibili miglioramenti dell'attuale formulazione del Patto - soprattutto sull'analisi degli squilibri strutturali e sul rafforzamento degli incentivi intesi a promuovere politiche di bilancio solide in fasi congiunturali favorevoli - ha manifestato altresì il suo disappunto per la

decisione dell'Ecofin di novembre scorso. La presenza di una politica fiscale credibile e coerente tra i vari Stati è infatti ritenuta il presupposto per la stabilità e per la crescita dell'Area e costituisce una condizione necessaria per mantenere su bassi livelli i premi per il rischio nei mercati finanziari.

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

I tassi di mercato. Nel corso degli ultimi mesi dell'anno e nella prima parte del 2004 i tassi di mercato si sono ulteriormente ridotti, soprattutto sulle scadenze più lunghe. I differenziali tra le Aree Euro ed USA si sono mantenuti positivi e stabili nel segmento a breve (circa 1 punto percentuale). L'andamento dei tassi a breve è infatti condizionato da quello dei corrispondenti tassi di riferimento che da alcuni mesi non sono più stati variati. Il differenziale tra i tassi a lunga europei ed americani si è invece portato a un valore negativo prossimo allo zero, inferiore a quello della prima metà del 2003. Anche i tassi impliciti relativi alle scadenze più lontane sono ormai molto simili fra loro (FIGG. 3.3 e 3.4).

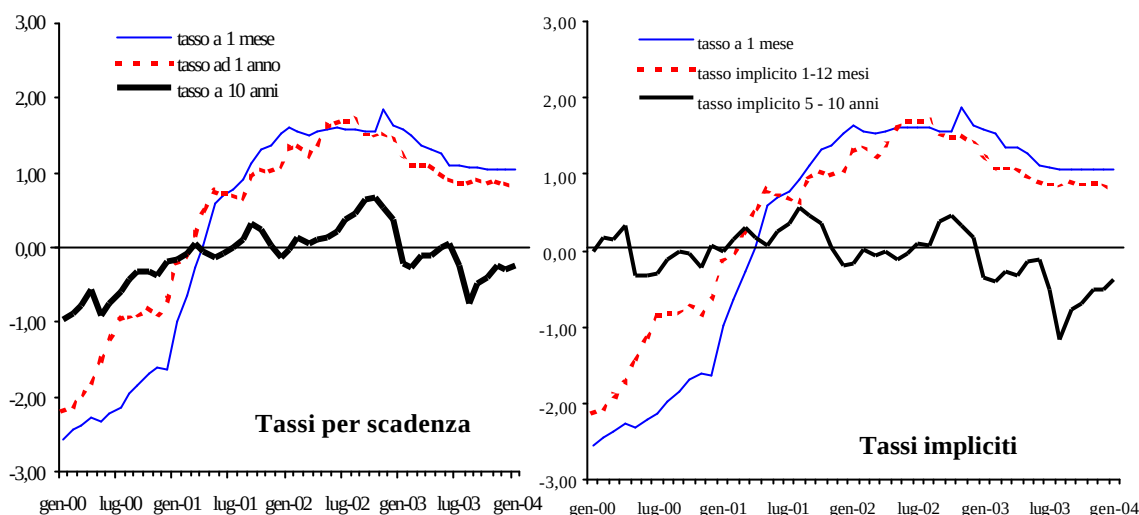
FIG. 3.3 – Tassi a breve e a lunga nella zona-Euro e negli USA (dati mensili; periodo gen. 2000-gen. 2004; fino all'anno interbancari, oltre titoli di Stato)



Fonte: BCE e Fed.

* A cura di G. Verga.

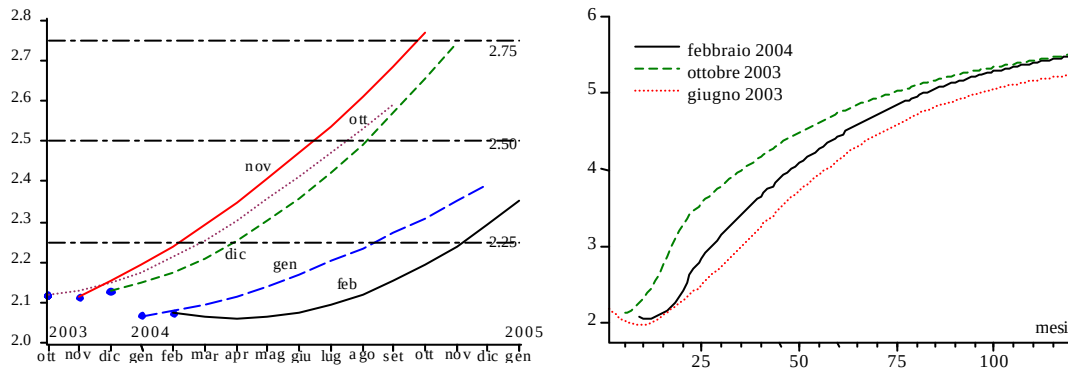
FIG. 3.4 – Differenziali dei tassi per scadenza e dei tassi impliciti
(dati mensili; fino all'anno interbancari, oltre titoli di Stato)



Fonte: BCE e Fed e nostre elaborazioni.

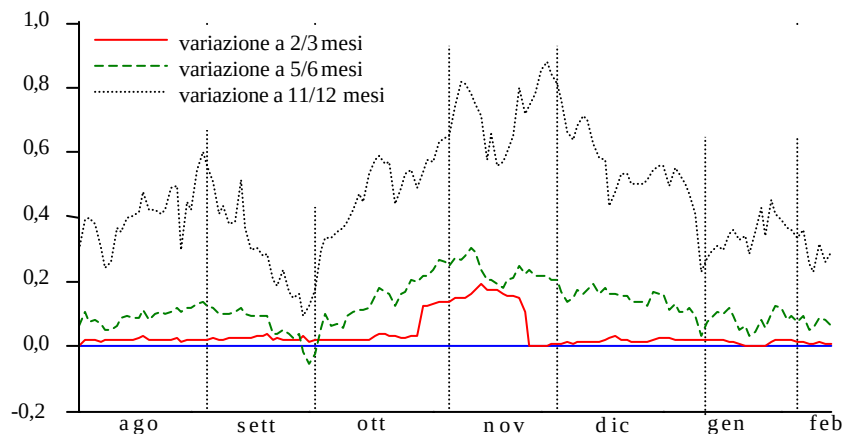
Le aspettative del mercato. Da ottobre a febbraio le curve dei tassi impliciti, che approssimano le aspettative del mercato sui tassi a breve, si sono spostate a destra e hanno infine assunto una forma leggermente ad U nel loro tratto più breve (FIG. 3.5). Le attese di un aumento dei tassi a breve si sono quindi allontanate nel tempo. Al momento, pertanto, l'aspettativa è che un eventuale rialzo del Repo non potrebbe avvenire prima della fine del 2004. Fin verso gli ultimi mesi dell'anno, infatti, il mercato si attende un tasso sull'Euribor mensile sostanzialmente stabile e pertanto anche il tasso ufficiale dovrebbe rimanere fermo al 2%. In ogni caso, nonostante diverse voci apparse sulla stampa abbiano auspicato una riduzione del Repo come antidoto al "supereuro", il mercato non sembra dar particolare credito all'ipotesi di una riduzione dei tassi, anche se dall'attuale struttura dei tassi impliciti risulterebbe che un evento non sia nemmeno del tutto escluso, vedi il tratto iniziale decrescente della curva delle aspettative.

FIG. 3.5 – Struttura dei tassi impliciti mensili
(aspettative del mercato sul futuro andamento dei tassi mensili)



Fonte: *Il Sole 24Ore*, dati del giorno 15 dei mesi indicati e nostre elaborazioni.

FIG. 3.6 – Aspettative sulle variazioni dell'Euribor
(tasso implicito meno tasso corrente a 1 mese)



Fonte: *Treasury Management Database* (si veda il sito Internet all'indirizzo <http://www.tmpages.com/tmp55.htm>) e nostre elaborazioni; dati giornalieri periodo: 1/8/2003-14/2/2004.

Nota: Le linee verticali indicano le riunioni del Consiglio Direttivo.

L'evoluzione giorno per giorno delle aspettative del mercato riguardo le future variazioni dell'Euribor mensile è riportata nella FIG. 3.6. Per quanto riguarda l'orizzonte a breve, tra agosto e febbraio l'attesa è sempre stata di un rendimento stabile (la "gobba" di novembre nelle aspettative è solo un fenomeno stagionale che si ripete tutti gli anni). Qualcosa di simile vale anche per le aspettative a 5/6 mesi, il cui grafico è sostanzialmente piatto. Molto più diversificate nel tempo sono state invece le aspettative a 11/12 mesi sui

movimenti dell'Euribor. Per buona parte del periodo considerato l'aspettativa prevalente era quella di un rialzo; dal gennaio 2004, quest'attesa si è però molto ridimensionata. Non vi sono mai state, a differenza che nei primi mesi del 2003, attese di ribassi.

Le dichiarazioni della Banca Centrale. Negli ultimi mesi la politica della Banca Centrale Europea è stata improntata alla stabilità dei tassi. Il Repo è rimasto al 2% e le varie dichiarazioni ufficiali (Conferenze Stampa e Testimonianze del Presidente) sembrano segnalare che, al momento, la Banca non ha in programma una variazione immediata dei tassi: da luglio in poi, infatti, la politica monetaria è sempre stata definita con l'appellativo di "idonea" (*appropriate*)¹. Inoltre, fino a febbraio, nei comunicati ufficiali è sempre stato sottolineato che l'attuale livello del tasso ufficiale è molto basso, il che sembra confermare che, secondo la BCE, a meno di eventi imprevisti sul cambio, non vi dovrebbero essere ulteriori riduzioni.

Per quando riguarda i problemi dell'inflazione, della crescita economica e del "supereuro", nelle ultime dichiarazioni ufficiali è stato sostenuto: (a) che il rischio inflazionistico è contenuto grazie anche ai favorevoli prezzi all'importazione, (b) che la crescita economica procede in linea con le attese e (c) che, per quanto riguarda il valore dell'euro, la BCE è d'accordo con l'opinione espressa dai membri del G7 che il cambio debba riflettere i fondamentali economici e che la sua eccessiva volatilità è comunque indesiderabile e fonte di preoccupazione. La Banca sostiene, comunque, che, sebbene l'attuale debolezza del dollaro danneggi le nostre esportazioni, il danno non è eccessivo perché esse sono favorite dall'attuale espansione dell'economia mondiale. Nell'ultima Testimonianza davanti al Comitato sugli Affari Economici e Monetari del Parlamento Europeo (16 febbraio 2004), il Presidente Trichet, parlando della moneta, ha osservato che l'elevata crescita dell'aggregato avvenuta negli ultimi anni nell'area-Euro ha portato a un livello di liquidità superiore a quello necessario per un finanziamento

¹ Per il significato di politica monetaria che la BCE assegna alla parola "*appropriate*", cfr. fra l'altro Duisenberg: "if we use the word "appropriate" we expect it [= il livello del Repo] to remain valid for a considerable period of time (Conferenza Stampa, 6 marzo 2003)." Lo stesso concetto è stato ribadito anche in altre occasioni (si vedano le sezioni *Questions and Answers* delle varie conferenze).

non inflazionistico della crescita economica; se la liquidità non dovesse calare, potrebbero quindi manifestarsi pressioni inflazionistiche nel medio-lungo periodo.

Nella Conferenza Stampa del 4 marzo, Trichet ha ribadito sostanzialmente quanto già sostenuto in precedenza: la politica monetaria è appropriata, i tassi sono bassi, le prospettive per la stabilità dei prezzi favorevoli. Per quanto riguarda l'inflazione, scesa dall'1,9% di gennaio all'1,6% di febbraio, il Presidente ha voluto sottolineare che questo fenomeno è essenzialmente da ricollegare all'elevata crescita dei prezzi petroliferi di inizio 2003: l'aumento dei prezzi che allora ne era seguito ha fatto salire la base di partenza che entra nel calcolo dell'inflazione, rendendo automaticamente più basso il valore calcolato per questa variabile. Non si tratterebbe, quindi, di una vera e propria tendenza al ribasso, ma solo di un fenomeno transitorio. Nei prossimi mesi, la volatilità dell'inflazione sarà comunque più elevata del normale ed è anche probabile che nel secondo trimestre dell'anno si manifesterà una sua temporanea ripresa.

Passando alla congiuntura economica, Trichet, ha dichiarato ancora una volta che l'attuale politica monetaria aiuta la ripresa e che, anche se la crescita è stata sinora modesta, rimane valido lo scenario che vede una ripresa continua e graduale tra il 2004 e il 2005: ciò che interessa alla Banca non è tanto il presente, quanto la situazione prevista fra 18-24 mesi, dato che essa deve agire "in anticipo" e il suo obiettivo è di medio termine. In conclusione, anche le ultime dichiarazioni ufficiali suggeriscono che nel breve periodo sono poco probabili variazioni dei tassi ufficiali.

Dichiarazioni ufficiali e aspettative del mercato. Negli Stati Uniti, il 18 gennaio scorso, il vertice della Fed, pur non modificando i tassi d'interesse, ha tolto dal comunicato ufficiale il suo precedente riferimento a una politica accomodante "per un tempo considerevole". E' bastato questo per far scendere immediatamente Wall Street (-1,33% il Dow Jones e -1,83% il Nasdaq) e risalire il dollaro (cfr. *Il Sole 24Ore*, 19 gennaio 2004, p. 1). Più recentemente, nel mese di febbraio, alcune parole pronunciate da Greenspan hanno determinato l'effetto opposto.

Episodi di questo genere sono ormai diventati comuni. L'uso delle parole che gli esponenti delle banche centrali fanno o non fanno nei loro discorsi ufficiali, e/o che appaiono o non appaiono nei documenti, possono produrre effetti

anche in assenza di decisioni sui tassi ufficiali. Data la rilevanza che i messaggi ufficiali hanno sulle aspettative dei mercati, e quindi sull'andamento dei tassi e delle altre grandezze economiche che risentono di queste aspettative, le espressioni verbali contenute nelle dichiarazioni ufficiali sono ormai diventate una variabile quasi a sé stante di politica monetaria, a completamento del tradizionale strumento di intervento sui tassi di *policy*.

L'efficacia di questo ulteriore "strumento" di politica economica (che Svensson, un esperto dell'Europarlamento, ha battezzato *open mouth operations*) dipende, ovviamente, da tante condizioni. La prima è che la banca centrale sia credibile e trasparente. La seconda è che il "messaggio" sia efficace e comprensibile. Ma per esserlo occorre che il "cuore" del messaggio sia altamente "ritualizzato", cioè espresso in una forma che cambia poco nel tempo, e che le espressioni e le parole chiave siano poche e standardizzate.

Questo sembra ormai essere anche il caso della BCE. L'impostazione delle dichiarazioni ufficiali è sempre la stessa e le parole che racchiudono il giudizio di sintesi della Banca sono poche, standardizzate, e più o meno sempre le stesse. Inoltre, soprattutto nella prima metà del 2003, sono state numerose le risposte date dal Presidente a quesiti sull'interpretazione del "linguaggio" della BCE (cfr. la sezione *Questions and Answers* delle varie Conferenze).²

Il problema della rilevanza informativa dei principali discorsi del Presidente della Banca Centrale Europea è già stato affrontato in un *Osservatorio Monetario* dello scorso anno (2003/1, p. 75-86). La metodologia utilizzata consisteva nella costruzione di un "indicatore" (che andava da -3 a +3) del pericolo inflazionistico/deflazionistico percepito dalla BCE, il quale era costruito in base alle parole chiave che si trovano nei giudizi di sintesi delle Conferenze Stampa del Presidente e degli altri principali documenti. Nel fare questo ci si avvaleva, per quanto possibile, di una tabella di corrispondenza che legava le espressioni utilizzate dalla Banca alla nostra misura qualitativa dell'intensità del pericolo inflazionistico/deflazionistico. Negli ultimi mesi questa tabella è stata leggermente modificata per far coincidere il giudizio "*appropriate*" al livello zero di pericolo (TAB. 3.2), ma per il resto è rimasta sostanzialmente inalterata. Si è così continuato a costruire, dopo ogni prima riunione mensile del Consiglio

² Molte risposte sono state dedicate a chiarire il significato dell'aggettivo "*appropriate*"! Si noti che sinora non si rileva alcuna differenza tra la forma (e le parole) delle dichiarazioni di Trichet e quelle di Duisenberg.

Direttivo, il nostro indice sul pericolo per la stabilità dei prezzi. Tale indice si è già dimostrato utile come variabile esplicativa per le previsioni di breve periodo dell'andamento del tasso ufficiale.³

TAB. 3.2 – Espressioni contenute nelle dichiarazioni ufficiali e nostra misura del grado di rischio per la stabilità dei prezzi

Dichiarazioni ufficiali: le principali espressioni chiave	Grado di rischio
Imperative that upward pressure to be contained. – Essential short-term movements of inflation do not become protracted and translate into second round effects. - [We assure that] price stability in the euro area will be maintained - [We assure that] ECB will] take appropriate action if and when required - Risks [to price stability] are upward (upside) - The risks to price stability are confirmed - Vigilant (vigilance). - Alert. - Assessed continuously. - Close monitored. – Continuous close attention -	+3
Both confident and vigilant - Good however vigilant - Downward risks have receded further. -	+2
The downside risks have disappeared - Somewhat less favourable – Upward pressure remain contained - rather balanced - Mixed signals. - Uncertainty. - [Price perspectives are] less satisfactory but further evidence is needed -	+1
Appropriate – Favourable – Compatible – Consistent - In line – Balanced - No strong pressures either upward or downward - Absence of significant pressures either upwards or downwards -	0
Upward risks to price stability have diminished [even if not fully disappeared]. - Improvement [in inflation risks]. - Inflationary pressures have further diminished (or: are lower) - Favourable, but there are some [downside] risks - Appropriate but remain downside risks - Balanced but monitor closely all [downside] factors - Interest rates are low by historical standards helping against downside risks -	- 1
Consistent, but carefully monitor all [downside] risks to economic growth - Monitor carefully all [downside] factors relevant to economic growth - Downside risks are still relevant - Economic slowdown is still cause for concern - Downside risks are not vanished -	-2
[Strong] downside risks for economic activity - Monitor closely the downside risks to economic growth.	-3

Negli ultimi mesi sono apparsi diversi lavori che si occupano dell'effetto che le dichiarazioni della Fed hanno sulle aspettative del mercato americano; il loro risultato è che le dichiarazioni ufficiali esercitano un'influenza significativa sulle aspettative.⁴

³ G.Verga-G.Campanini (2004), *The Main Economic Variables and the Behaviour of ECB*, sito internet <http://www.econ-pol.unisi.it/wfq/PaperSiena/Campanini-Verga.pdf>

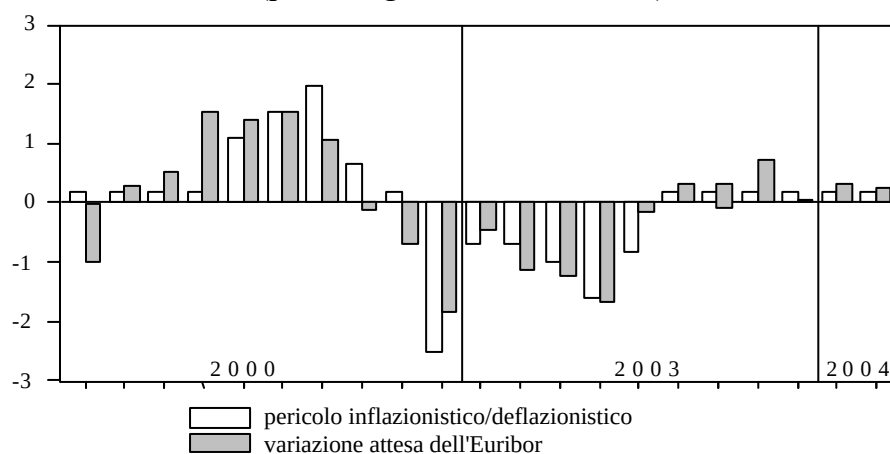
⁴ Per. es. G. Urga e D.G. Barberman (2004), *General-to-specific modeling of the impact of news on Fed funds futures' implicit interest rates*, <http://www.econ-pol.unisi.it/wfq/PaperSiena/Barberman-Urga.pdf>.

Diventa quindi interessante stabilire se anche nella zona-Euro accade lo stesso, visto che anche le dichiarazioni ufficiali della BCE hanno tutte le proprietà formali e sostanziali per potere essere dotate di un certo contenuto informativo. Le aspettative del mercato considerate nella nostra analisi riguardano le variazioni attese del rendimento mensile dell'Euribor, stimate dalla differenza tra i vari tassi impliciti e il rendimento dell'Euribor a un mese.

Un primo risultato, che confronta la variazione attesa dell'Euribor col nostro indice costruito in base al contenuto delle Conferenze Stampa del Presidente, è sintetizzato dalla FIG. 3.7.

Il grafico si riferisce al periodo gen. 2002-feb. 2004. Nella figura sono riportate le aspettative del giorno successivo alla Conferenza Stampa e, per rendere più preciso il confronto, sono stati considerati solo quei casi in cui il Repo non è stato modificato.

FIG. 3.7 – Aspettative sulle variazioni a 2 mesi dell'Euribor e nostro indicatore delle dichiarazioni ufficiali
(periodo: gen. 2000 - feb. 2004)



Fonte: *Treasury Management Database* (si veda il sito Internet all'indirizzo <http://www.tmpages.com/tmp55.htm>), Conferenze Stampa del Presidente, e con nostre elaborazioni;

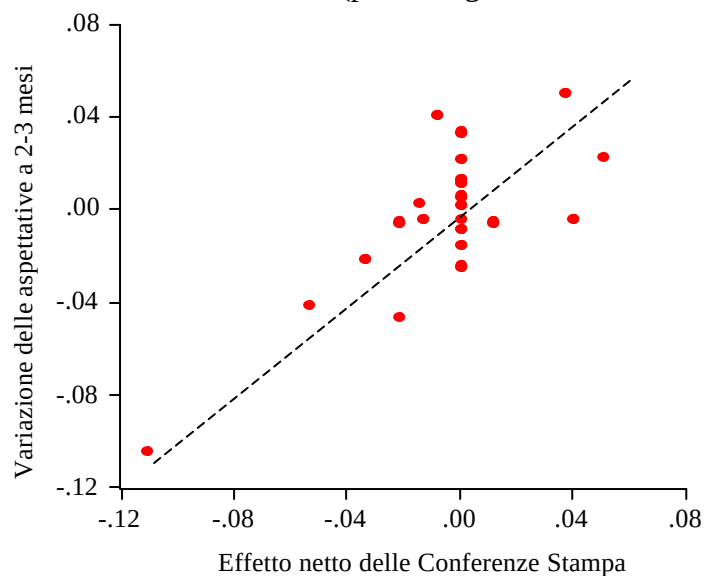
Nota: Per rendere più semplice il confronto la scala delle variabili è stata normalizzata; l'aspettative è stata misurata dalla differenza fra il tasso implicito e il rendimento corrente.

Dalla figura emerge un fortissimo parallelismo tra l'andamento delle due variabili: tra le attese degli operatori sulla variazione dell'Euribor e la nostra misura dell'opinione della BCE sul rischio per la stabilità dei prezzi c'è un notevole legame. Ovviamente questo, di per sé, non assicura che la Banca, tramite

le sue dichiarazioni, abbia effettivamente influenzato le aspettative del mercato: il risultato della FIG. 3.7 ne è solo una preconditione. Il parallelismo tra le due variabili potrebbe infatti non essere riconducibile a un fenomeno di causa ed effetto (da dichiarazioni BCE a aspettative mercato), ma di semplice corrispondenza. Mercato e BCE hanno infatti a disposizione informazioni economiche simili, e le aspettative degli operatori e della BCE potrebbero risultare simili solo per questo motivo (da variabili economiche a dichiarazioni BCE e aspettative mercato).

Per avere la certezza che le dichiarazioni ufficiali influenzino effettivamente le aspettative del mercato occorrerebbe, pertanto, conoscere quali sarebbero le aspettative del mercato *in assenza* dei comunicati ufficiali, e poi procedere al confronto. Un modo per cercare di aggirare il problema consiste nell'osservare come mutano le aspettative tra il giorno precedente e quello successivo le Conferenze Stampa, considerando sempre le sole riunioni in cui il Repo è stato lasciato inalterato. Poiché è plausibile che la principale informazione che raggiunge sistematicamente il mercato tra questi due giorni sia proprio il contenuto della dichiarazione ufficiale, si possono mettere in diretta relazione le variazioni delle aspettative con le Conferenze Stampa.

FIG. 3.8 – Mutamento delle attese sulle variazioni dell'Euribor e dichiarazioni ufficiali (periodo: gen. 2000 - feb. 2004)



Fonte: *Treasury Management Database* (si veda il sito Internet <http://www.tmpages.com/tmp55.htm>), Conferenze Stampa del Presidente, con nostre elaborazioni.

Un esempio del risultato che si ottiene è rappresentato nella FIG. 3.8, in cui come modifica delle aspettative si è presa la variazione della differenza fra il tasso implicito a 2/3 mesi e il rendimento dell'Euribor mensile.

Il risultato sembra coerente con quanto già dedotto da alcuni autori per il caso della Fed: anche la Banca Centrale Europea ha un certo potere sulle aspettative a breve del mercato. Le sue dichiarazioni ufficiali possono quindi contribuire a stabilizzare o modificare le aspettative, facilitando la politica monetaria e consentendo di diradare i veri e propri interventi sui tassi ufficiali.

I principali indicatori e le previsioni del tasso ufficiale. L'evoluzione di alcuni dei principali indicatori per le decisioni di politica monetaria è riportata nella TAB. 3.3. Il Repo continua a rimanere molto basso anche in termini reali, mentre l'inflazione si è ormai sostanzialmente riportata in linea con l'obiettivo.

TAB. 3.3 – L'evoluzione dei principali indicatori per la politica monetaria

Variabili	Ultimo valore disponibile a metà mese					
	2003				2004	
	sett	ott	Nov	dic	gen	Feb
Repo	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Δ Repo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Δ% prezzi al consumo (inflazione)	2,10	2,10	2,10	2,20	2,10	2,00
Repo – inflazione	-0,10	-0,10	-0,10	-0,20	-0,10	0,00
Δ% prezzi beni industriali (non energetici)	0,70	0,60	0,80	0,80	0,80	0,70
cambio \$/€ (fine mese prec.)	1,09	1,17	1,16	1,20	1,26	1,26
Δ% cambio \$/€ (fine mese prec.)	11,13	18,17	17,82	20,82	20,24	14,50
Δ% produzione industriale destag.	-1,50	0,70	-0,40	-1,30	1,20	1,20
Δ% produzione manifatturiera	-2,00	0,60	-0,90	-1,60	1,20	1,40
Δ% PIL	0,40	0,20	0,20	0,30	0,40	0,30
Indice del clima economico	94,71	95,40	95,60	95,90	95,60	95,80
Δ% indice del clima economico	-0,71	-0,32	0,09	0,83	0,30	0,94
Ns. indice sintetico della capacità utilizzata (effettivo)	-1,25	-0,78	-0,93	-0,87	-0,66	-0,62
Ns. indice sintetico della capacità utilizzata (prospettico)	-1,27	-0,65	-0,79	-0,76	-0,48	-0,54
SPF previsioni inflaz.: tra 1 anno	1,50	1,50	1,60	1,60	1,60	1,70
tra 2 anni	1,70	1,70	1,80	1,80	1,80	1,80
SPF aspettative PIL: tra 1 anno	1,20	1,20	1,60	1,60	1,60	2,00
tra 2 anni	2,10	2,10	2,20	2,20	2,20	2,30

Nota: Le variazioni percentuali sono calcolate su base annua.

Fonte: BCE, Survey of Professional Forecasters (SPF) e nostre elaborazioni.

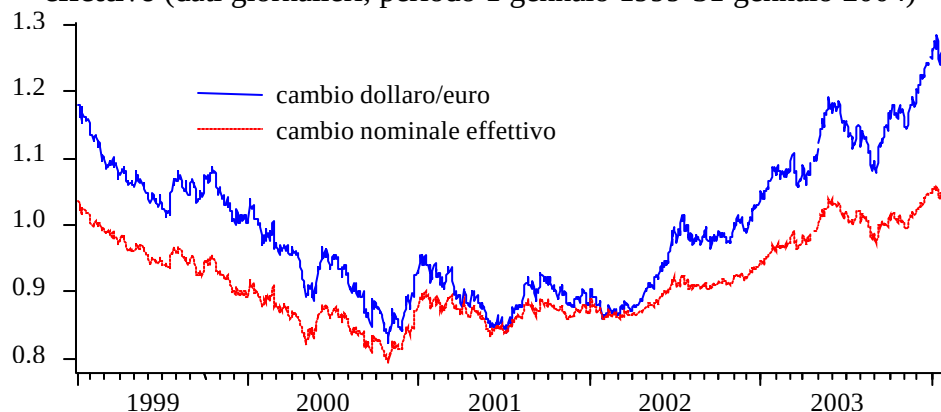
Le variabili reali presentano finalmente qualche concreto sintomo di ripresa, mentre anche l'indice del clima economico e le previsioni della crescita del PIL sono migliorati. Rimane comunque il problema del cambio del dollaro (al momento vicino a 1,30), anche se, come segnalato dalla BCE, la crescita mondiale compensa in parte l'impatto sulle nostre esportazioni dell'eccessiva forza dell'euro sul dollaro.

Una stima econometrica volta a simulare l'andamento futuro del Repo in base al comportamento passato della BCE conferma che l'ipotesi più probabile è un tasso attestato al 2%. Alcune delle diverse alternative sottoposte a test suggerirebbero però che già adesso la probabilità di una riduzione del Repo nei prossimi mesi non sia del tutto trascurabile (stimata pari al 20%).

Tenendo comunque contemporaneamente presente l'evoluzione della curva dei tassi impliciti, le dichiarazioni ufficiali della BCE, l'andamento degli indicatori e la maggioranza dei risultati econometrici, si può ritenere che l'ipotesi di gran lunga più probabile sia, tutto sommato, un Repo che rimane al 2% nei prossimi mesi.

Il cambio. Negli ultimi mesi l'euro ha continuato, pur con varie oscillazioni, ad apprezzarsi rispetto al dollaro (FIG. 3.9) e solo di recente il cambio sembra essersi un po' stabilizzato. Al 27 febbraio 2004, il cambio dollaro/euro era infatti 1,2444, inferiore all'1,2613 della media di gennaio.

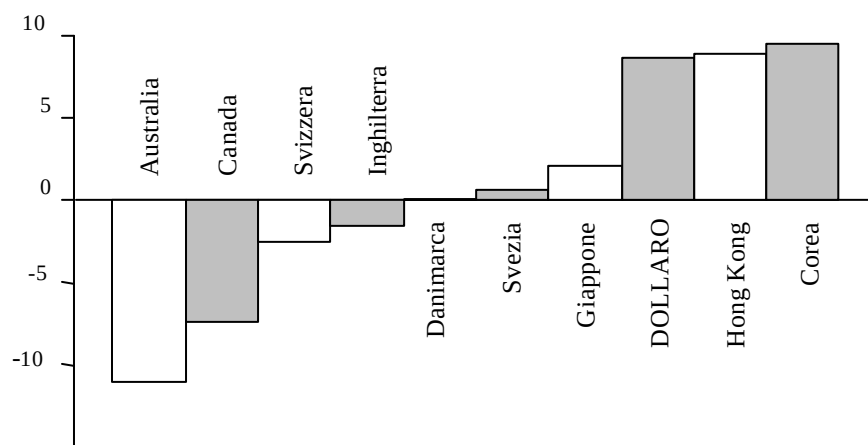
FIG. 3.9 – Andamento del cambio dollaro/euro e del cambio nominale effettivo (dati giornalieri, periodo 1 gennaio 1999-31 gennaio 2004)



Fonte: BCE.

L'apprezzamento dell'euro non ha però coinvolto tutte le valute (FIG. 3.10). Rispetto all'inizio del 1999, infatti, esso risulta significativamente apprezzato rispetto al dollaro e alle valute asiatiche (Corea e Hong Kong), ma deprezzato rispetto alle valute di Australia e Canada; è invece rimasto sostanzialmente stabile rispetto alle monete di Svizzera, Inghilterra, Danimarca, Svezia e Giappone. Ne consegue che il cambio nominale effettivo, una media ponderata dei cambi delle diverse valute, ha presentato un andamento simile al dollaro (cfr. ancora la FIG. 3.10), ma con un'oscillazione molto meno accentuata: al contrario del dollaro, al 27 febbraio 2004 il cambio nominale effettivo si trovava a un livello *sostanzialmente pari* a quello di inizio 1999.

FIG. 3.10 – Apprezzamento % dell'euro rispetto alle valute di alcuni paesi
(gennaio 2004 su gennaio 1999)



Fonte: BCE e nostre elaborazioni

Anche rispetto allo stesso dollaro, comunque, l'attuale livello del cambio è sì elevato, ma non in modo eccezionale. Guardando alla storia passata (FIG. 3.11), si notano fortissime oscillazioni nell'andamento del cambio dollaro/euro (dollaro/ecu prima del 1999) e vi sono stati dei periodi in cui il dollaro era più deprezzato di adesso. Il problema, per la zona-Euro, non è quindi l'attuale deprezzamento del dollaro, quanto il fatto che questo deprezzamento è arrivato nel momento sbagliato. Se l'economia USA, che ha già ricevuto il sostegno di politiche monetarie e fiscali fortemente espansive, riceve benefici anche dal cambio, la zona-Euro vede penalizzate le proprie esportazioni in un momento in cui la ripresa stenta un po' a decollare. E tutto questo è reso più complesso dal

fatto che le valute asiatiche hanno seguito il dollaro e che i responsabili di quelle economie (Giappone, Cina, Corea, etc.) non hanno intenzione, per ora, di rivalutare le loro monete rispetto alla valuta americana. La discesa del dollaro, che in ogni caso era necessaria per gli eccessivi deficit della bilancia corrente USA, si scarica, quindi, soprattutto sull'euro.

FIG. 3.11 – Andamento del cambio dollaro/euro e dollaro/ecu
(dati giornalieri, periodo 1 gennaio 1979-31 gennaio 2004)



Fonte: BCE.

Le cause di questo deprezzamento sono varie. L'ipotesi più convincente, e che in gran parte era stata già avanzata nei precedenti nostri Osservatori, è quella ripresa da G.A. Horn (nov. 2003).⁵ Secondo quest'economista, il precedente apprezzamento del dollaro era in gran parte frutto di una sovrarreazione, solo parzialmente giustificata dai fondamentali. Al naturale riaggiustamento che ne è seguito, si è però aggiunto l'effetto del livello particolarmente basso dei tassi d'interesse a breve americani. Questo effetto, che in condizioni normali non sarebbe stato molto rilevante, in questo caso particolare è stato rinforzato dal continuo cumularsi dei deficit delle partite correnti USA che, alimentando preoccupazioni sul debito estero americano e sulla tenuta del dollaro, ha frenato la domanda estera di azioni americane e delle altre attività a lunga. Ne è derivata una domanda estera di dollari che, rispetto al normale, è risultata più sensibile ai rendimenti a breve e, di contro, meno sensibile all'andamento dell'economia e al miglioramento delle aspettative sulla crescita economica USA.

⁵ Per questa citazione e per il commento che segue si veda il sito internet del Committee on Economic and Monetary Affairs, http://www.europarl.eu.int/comparl/econ/emu/default_en.htm

Diversamente dalle opinioni espresse dalla BCE, molti economisti ritengono che l'effetto cambio sull'economia europea non possa ritenersi modesto. La TAB. 3.4 riporta alcune valutazioni degli effetti di un apprezzamento del 10% nel cambio euro/dollaro: sia nel breve che nel lungo periodo le perdite annue di PIL sono significative.

TAB. 3.4 – Effetto di un 10% di apprezzamento dell'euro

Autori e data	Inflazione		PIL	
	In un anno	Nel lungo periodo	In un anno	Nel lungo periodo
D. Gross (gen. 2004)			-0,25/-1,00	
D. Gross (nov. 2003)	-0,50		-0,25	-2%
C. Wyplosz (2003.IV)		-0,5/-1,00 ⁽¹⁾		
G.A. Horn (nov. 2003)	-0,2/-0,4	-0,75	-0,75	-0,25/-1,75 ⁽²⁾

Fonte: Committee on Economic and Monetary Affairs, si veda il sito Internet all'indirizzo http://www.europarl.eu.int/comparl/econ/emu/default_en.htm

Note: (1) = nel medio termine (valore solo indicativo); (2) = il primo valore è più credibile.

Le soluzioni proposte dai vari esperti al problema dell'attuale apprezzamento dell'euro non sono omogenee. Di fronte a coloro che propenderebbero per una riduzione *tout court* del Repo, altri economisti sono più scettici sull'utilità di una tale manovra. Essi partono dall'osservazione che, nel breve periodo, il differenziale dei tassi spiega soltanto una parte molto modesta dell'andamento del cambio effettivo. Inoltre il livello del cambio dipende anche (e soprattutto) dalle decisioni della Fed. In queste condizioni ciò che viene suggerito alla BCE è di lasciar perdere il controllo del cambio (come peraltro ha fatto sinora). La Banca dovrebbe limitarsi a stimare l'effetto che l'apprezzamento dell'euro ha sull'inflazione e sulla crescita di medio/lungo periodo per poi agire in conseguenza: se l'effetto è di ridurre l'inflazione sotto l'obiettivo e rallentare la crescita, allora la BCE dovrebbe abbassare il tasso ufficiale, altrimenti farebbe meglio a lasciare il Repo al 2%, anche perché, tra qualche mese, al consolidarsi della crescita economica, la Fed e altre banche centrali potrebbero alzare i loro tassi.

3.3 Mercato azionario e tassi *corporate**

Nel corso del 2003 si è assistito a una significativa ripresa dei corsi delle azioni su tutti i mercati. Può essere utile riprendere, a distanza di qualche anno, le considerazioni già svolte sulla natura del “boom del millennio” e fare anche qualche commento sull’andamento dei rendimenti delle obbligazioni “*corporate*”.

Il mercato azionario. Durante il 2003 i prezzi delle azioni hanno seguito un trend rialzista in tutte le economie. Una domanda che resta aperta è se, e quanto, questo trend verso l’alto sia riconducibile al miglioramento della situazione economica o se, di nuovo, sia in atto un allontanamento delle quotazioni dai fondamentali, come avvenuto dal 1995 al 1999 durante la cosiddetta “bolla del millennio”. Per una risposta al quesito occorre quindi riesaminare quanto accaduto prima, durante e dopo tale “bolla” per riuscire a comprendere meglio la natura e la rilevanza del fenomeno e avere qualche informazione sulla situazione attuale. Quest’argomento era già stato affrontato nel numero 2002/1 dell’Osservatorio, ma allora ci si trovava ancora *dentro* la fase decrescente della “bolla” e quindi le conclusioni erano necessariamente più incerte di quelle che si possono trarre oggi.

Prima di proseguire, però, conviene chiarire alcuni aspetti sulle “bolle”. Nel linguaggio comune per bolla si intende normalmente tutto ciò che porta il prezzo di mercato a un livello molto superiore al fondamentale, cui poi segue un periodo di diminuzione dei corsi. In economia, però, si fa spesso riferimento a una più complicata classificazione di “bolle”, in relazione ai diversi comportamenti degli investitori che le determinano. Di queste, quelle che maggiormente interessano per il nostro caso sono:

- *bolle crescenti.* Si formano quando una serie di rialzi genera negli investitori l’aspettativa di ulteriori rialzi. Il processo progressivamente si cumula portando il prezzo delle azioni a un valore molto superiore al fondamentale, finché, ai primi sintomi di flessione, segue un’ondata di panico con un crollo di borsa. Il profilo della bolla razionale crescente è quindi di un aumento dei prezzi sempre più rapido, cui segue un crollo quasi verticale (scoppio della bolla);

* A cura di G. Verga e G. Barone.

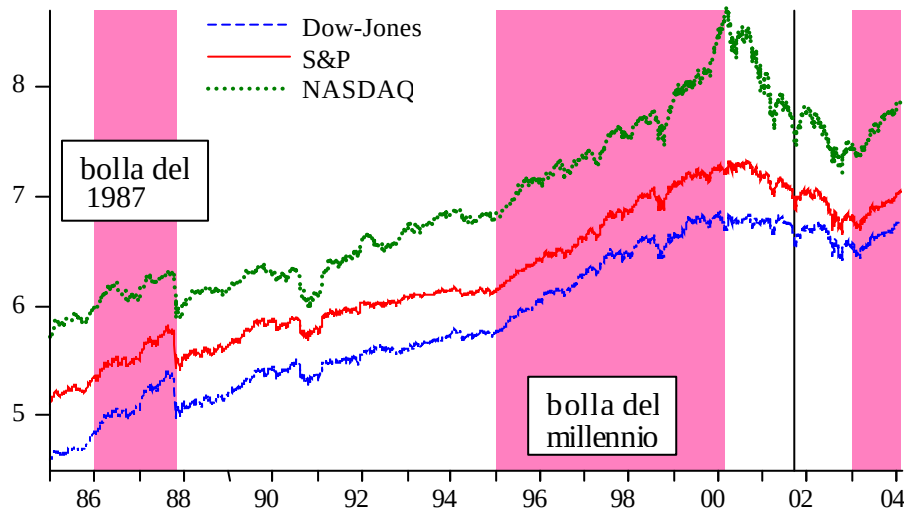
- *mode nei rendimenti.* Sono originate da un mutamento dei gusti degli investitori a favore di una certa tipologia di attività la cui domanda, pertanto, aumenta. Ne deriva una diminuzione dei rendimenti di equilibrio e, quindi, un aumento dei prezzi. Il fenomeno è tanto più accentuato quanto più gli investitori tendono ad imitarsi. A differenza della bolla, però, la crescita della moda è piuttosto lenta, come pure la sua sparizione. Inoltre, la parte superiore della gobba dei prezzi è piuttosto arrotondata perché la moda richiede tempo per esaurirsi;
- *mode nelle opinioni.* Si hanno quando le aspettative sullo sviluppo delle imprese sono sistematicamente troppo ottimiste. Si tratta spesso della valutazione di imprese nuove e/o settori economici nuovi, in cui, mancando una sufficiente esperienza, una corretta valutazione è difficile, con l'effetto che possono nascere ondate di ottimismo e processi di "imitazione" tra investitori che portano a forti aumenti dei prezzi. A mano a mano che i risultati economici si rivelano inferiori alle attese, segue un periodo, di solito abbastanza breve (ma non uno "scoppio" come nelle bolle razionali), di discesa dei corsi. A differenza della bolla crescente, che scoppia una volta per tutte, nel caso delle mode nelle opinioni vi sono spesso delle temporanee parziali controtendenze.

Ovviamente questi fenomeni possono anche sovrapporsi e non esauriscono tutto l'insieme delle possibili anomalie. Talora, inoltre, una "gobba" nei prezzi può essere riconducibile a un'analogia gobba nell'andamento del fondamentale. In questo caso il prezzo non si sarebbe allontanato dal "vero" valore dei titoli: l'avrebbe semplicemente seguito.

Un primo elemento di giudizio sulla possibile dimensione e la tipologia della "bolla del millennio" si ricava dal confronto tra il grafico dei tre indici Dow-Jones, S&P500 e Nasdaq. La FIG. 3.12 riporta i valori giornalieri delle tre serie dal gennaio 1985 al gennaio 2004: i valori sono espressi in forma logaritmica.⁶

⁶ Una certa variazione può essere elevata o modesta in relazione al valore di partenza. Per es., una variazione di 10 punti è elevatissima se l'indice parte da 20 punti (il 50%), modesta se parte da 10.000 punti (lo 0,2%). In un grafico logaritmico, le variazioni del grafico corrispondono a variazioni percentuali delle variabili: esso è così più rappresentativo di un grafico lineare.

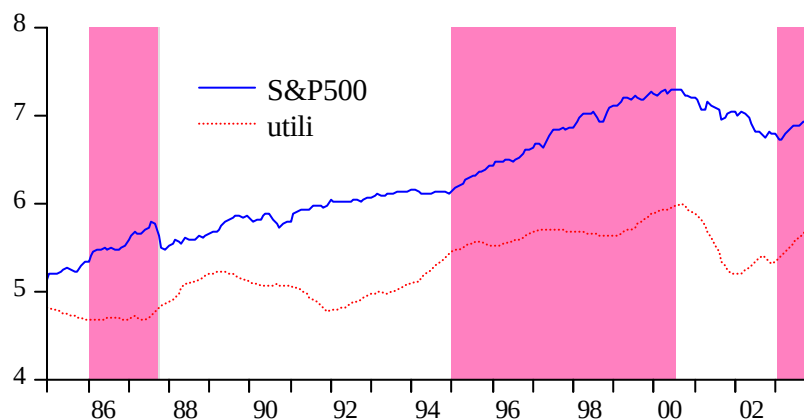
FIG. 3.12 – L’evoluzione degli indici Dow-Jones, S&P500 e NASDAQ
(scala logaritmica; dati giornalieri, periodo gen.1985-gen.2004)



Dal confronto fra i tre indici risulta che la “bolla del millennio” ha avuto una dimensione molto diversa secondo gli indici considerati: il rigonfiamento dei prezzi è stato molto forte per il NASDAQ (i titoli della *new economy*), più debole per lo S&P500 e ancor più debole per il Dow-Jones. Questa differenziazione si contrappone nettamente a quanto avvenuto nel 1987, quando in un sol giorno (il “lunedì nero” 16 ottobre 1987), tutti gli indici sono crollati insieme di circa il 30% e più o meno nella stessa maniera.

Se si osservano gli indici dei mercati tradizionali, inoltre, è palese la differenza tra le caratteristiche della bolla del 1987 e quella “del millennio”. Una crescita dei prezzi seguita da un vero crollo si è avuta solo nel 1987. Nella fase discendente della bolla “del millennio” si sono succeduti diminuzioni e aumenti, ma un crollo improvviso non c’è mai stato, ed infatti la diminuzione dei corsi ha richiesto circa 3 anni, contro un solo giorno nel caso della bolla del 1987 (v. ancora FIG. 3.12). E’ quindi improbabile che la “bolla del millennio” sia stata una vera e propria “bolla razionale”, come invece quella del 1987: è più probabile che si sia trattato di una “moda”. In particolare, il fatto che il NASDAQ, l’indice delle imprese della *new economy*, sia l’indice con la maggiore anomalia fa propendere per l’ipotesi di una “moda nelle opinioni”. Gli investitori hanno sopravvalutato la redditività prospettica delle imprese portando i prezzi a un livello irrealisticamente elevato.

FIG. 3.13 – L’andamento dello S&P500 e dei relativi utili
(scala logaritmica; dati mensili, periodo gen. 1985-dic. 2003)



Fonte: Shiller, sito internet: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>

Nel caso del Dow-Jones, in particolare, a fine gennaio 2004 il valore dell’indice è tornato al livello massimo raggiunto durante la “bolla del millennio”: si è *riformata* la bolla (ma tutti dicono che non c’è più), o la bolla tutto sommato era di dimensione ridotta? Ma se era di dimensione modesta, la crescita e la successiva discesa dell’indice Dow-Jones negli anni 1995-2002 dovrebbe poter essere imputabile soprattutto a un analogo andamento del fondamentale!

Purtroppo una stima approssimata del fondamentale non è agevole da calcolare nel caso del Dow-Jones. Il calcolo è però possibile per lo S&P, di cui esiste la corrispondente serie storica degli utili (FIG. 3.13).

Il primo risultato è che, nel caso dello S&P500, la crescita dell’indice, anche nel periodo relativo alla “bolla del millennio” è in gran parte giustificata dalla crescita degli utili; lo stesso per la successiva caduta e la ripresa del 2003. Il fatto che durante questo periodo l’indice sia salito più dei risultati economici delle imprese può a sua volta essere spiegato dalla riduzione del tasso d’interesse a lunga.

Per verificare quanto questo sia vero, si è allora fatto riferimento alla relazione teorica che spiega il rapporto tra utili U e prezzi delle azioni P , di cui si è già trattato in *Osservatorio Monetario* 1/2002.

La relazione teorica è:

$$U/V = R - g$$

(dove R è il rendimento di equilibrio delle azioni e g la crescita futura “naturale” degli utili).

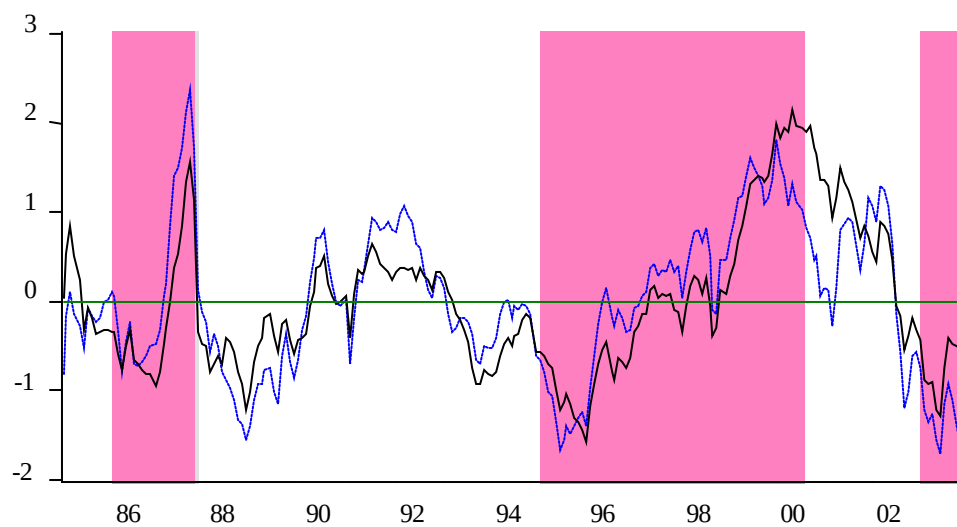
Esprimendo il rendimento R delle azioni come funzione del rendimento delle obbligazioni R_{obb} più una costante per il premio al rischio, e g mediante una funzione lineare della crescita annua attesa dei profitti delle imprese g_Y e/o del PIL,⁷ la relazione può essere scritta nella forma:

$$U/V = a + bR_{obb} + cg_Y$$

(dove “b” è positivo e prossimo a 1 e “c” è negativo).

I coefficienti stimati sono coerenti con la teoria. La differenza fra la stima e il valore effettivo del rapporto fra gli utili e l’indice S&P500 permette quindi di identificare i periodi in cui l’indice si è maggiormente allontanato dal suo fondamentale. I risultati sono riportati nella FIG. 3.14. Sono state utilizzate due diverse alternative. Nella prima è stato preso come rendimento delle obbligazioni a lunga quello dei titoli del Governo Federale a 10 anni; nella seconda si è utilizzato il rendimento delle obbligazioni *corporate* AAA e gli utili sono stati previamente depurati delle componenti casuali.

FIG. 3.14 – Differenza fra il valore di equilibrio del rapporto utili/indice di borsa S&P500 e il suo valore effettivo
(dati mensili, periodo gen. 1985-dic. 2003)

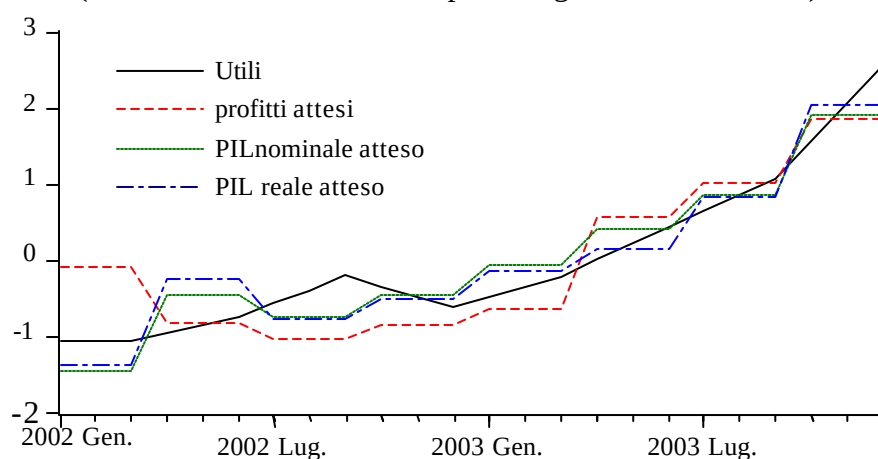


Fonte: nostre elaborazioni su dati di Shiller, Fed e Federal Reserve Bank of Philadelphia

⁷ Federal Reserve Bank of Philadelphia, *Survey of Professional Forecasters*, sito internet: <http://www.phil.frb.org/econ/spf/index.html>

Dal risultato emerge che, nel caso dell'indice S&P500, durante la “bolla del millennio” il valore effettivo si è effettivamente allontanato da una stima del fondamentale ma che, comunque, la dimensione di questo scostamento è paragonabile a quanto accaduto nel 1987. Si riconferma anche che la natura di questa discrepanza è più simile a una “moda” che a una “bolla crescente”. Di quale tipo di moda si tratti, questo è più difficile da stabilire: probabilmente si è trattato di un errore nella valutazione delle prospettive di redditività delle imprese (“moda nelle opinioni”). Per quanto riguarda i mesi più recenti, il grafico segnalerebbe che l'attuale livello dell'indice non è elevato rispetto al fondamentale (sarebbe addirittura sotto l'equilibrio), e quindi la crescita del 2003 è effettivamente riconducibile alle migliorate aspettative sui profitti delle imprese e sulla crescita dell'economia americana (FIG. 3.15), le quali hanno portato a un significativo aumento del fondamentale e, quindi, dei prezzi. Un profilo anomalo come quello che ha caratterizzato il NASDAQ nel periodo della bolla del millennio non dovrebbe quindi più presentarsi. Nel complesso, a parte il caso dell'indice delle imprese della *new economy*, l'entità della “bolla del millennio” non sembra essere stata così grande come comunemente si ritiene: ciò va a favore della capacità valutativa del mercato i cui prezzi, al momento, non sembrano per niente sopravvalutati.

FIG. 3.15 – Andamento degli utili e delle aspettative su profitti e crescita del PIL nell'ultimo biennio
(valori mensili normalizzati, periodo gen. 2002-dic. 2003)

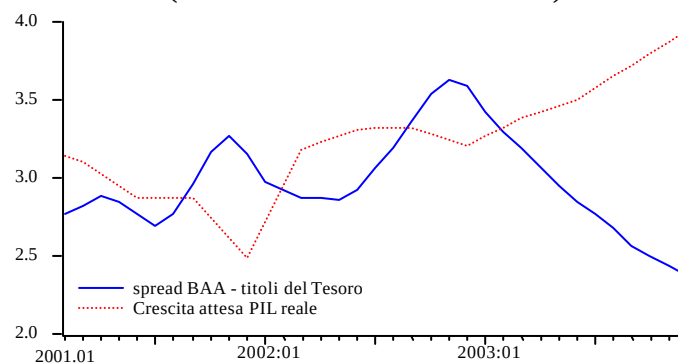


Fonte: Shiller e Federal Reserve Bank of Philadelphia.

I tassi sulle obbligazioni “corporate”. Il basso livello e la relativa stabilità che i tassi sui titoli di Stato hanno mostrato nell’ultimo anno si sono accompagnati ad una riduzione dei tassi sulle obbligazioni di emittenti privati. Sia negli Stati Uniti che nell’Area euro gli *spread* tra i rendimenti delle obbligazioni emesse dalle imprese e quelli dei titoli pubblici si sono ridotti. Nell’andamento dei tassi “corporate” sono presenti fattori diversi ed a volte contrastanti. Quando l’economia accelera e cresce, la domanda di fondi da parte delle imprese aumenta: se non soddisfatta dal ricorso all’*equity* ne deriva un aumento del costo di emissione. Tuttavia, in presenza di crescita elevata, si riduce anche il grado di rischio specifico del singolo emittente: con buone prospettive, si riduce il rischio di insolvenza. Una fase di espansione assomma i due diversi, e a volte contrastanti effetti.

Nel corso del 2003 la ripresa delle quotazioni di borsa sostenuta dai bassi tassi di *policy* ha favorito la riduzione dei rendimenti delle obbligazioni. Si veda per tutti la FIG. 3.16 relativa agli *spread* negli Stati Uniti.

FIG. 3.16 - Spread tra corporate BAA e titoli del Tesoro decennali e crescita attesa del PIL negli USA
(dati mensili 2001.01-2003.12)



Nota: medie mobili di tre mesi

Fonte: Fed e Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Nelle fasi di ripresa ciclica è anche prevedibile che la riduzione dei tassi vada ad incidere in misura maggiore sulle obbligazioni con rating più basso: le prospettive di crescita dell’economia non riducono il grado di rischio di un titolo AAA ma possono ridurre il grado di rischio di un titolo BBB, esattamente al contrario di quanto avviene nelle fasi di calo dell’economia. Si veda per tutti la TAB. 3.5.

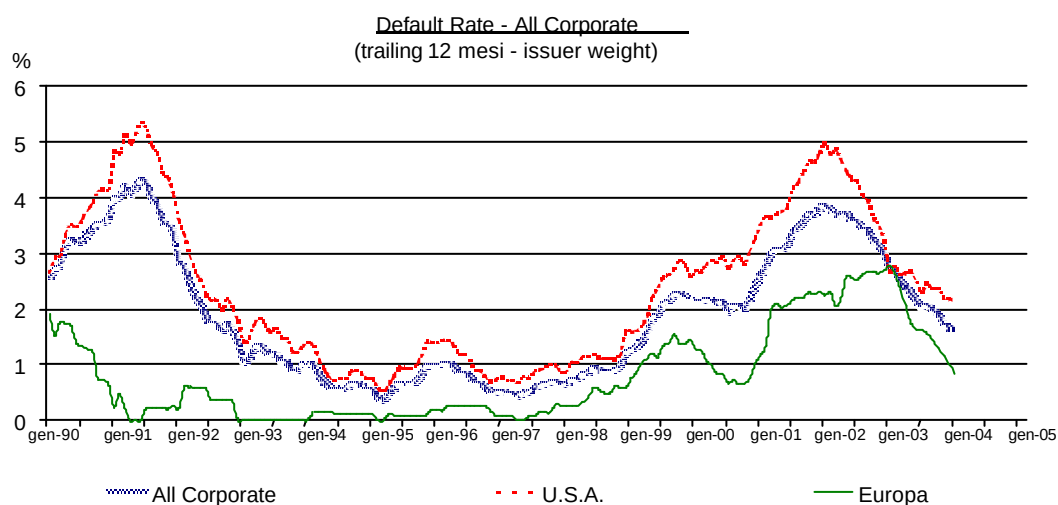
TAB. 3.5 - Spread tra rendimento dei corporate bonds in euro e i titoli di Stato divisi per rating e scadenza

	Modified Duration	Rendimento	Spread (1) 27-feb-04	Variazione Spread	
				6 mesi	12 mesi
2-3 Anni					
AAA	2,4	2,58	8	-2	-3
AA	2,4	2,65	14	-3	-10
A	2,3	2,80	32	-10	-47
BBB	2,2	3,23	81	-19	-150
>10 Anni					
AAA	9,6	4,48	18	5	-1
AA	9,8	4,67	33	-9	-14
A	9,8	4,98	62	-14	-17
BBB	11,2	5,95	137	-40	-131

Fonte: (1)= MSCI e Bloomberg, nostre elaborazioni. Gli *spread* sono calcolati rispetto ai titoli governativi tedeschi pari *modified duration* ed elaborati in termini di media mobile a 5 sedute.

La riduzione degli *spread* è anche collegata alla riduzione del tasso di default. In linea con il miglioramento del ciclo economico mondiale procede il graduale calo del tasso di default, sia per quanto attiene i prestiti obbligazionari con rating (FIG. 3.17), sia per quelle emissioni con giudizio inferiore all'*investment grade*. Per queste ultime è da rilevare che nel corso del 2003 il tasso di *default* si è attestato a circa il 5% e che nei prossimi dodici mesi Moody's stima un ulteriore calo sino al 3,3%.

FIG. 3.17 – Tasso di default (complesso delle imprese)



Fonte: Moody's e Thomson Financial Datastream, nostre elaborazioni.

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

Nel periodo compreso tra settembre 2003 e lo scorso gennaio la crescita degli impieghi bancari è stata alimentata esclusivamente dall'attività a medio-lungo termine, mentre la dinamica della provvista si è mantenuta sostenuta, pur segnando a dicembre una battuta d'arresto, dovuta alla brusca frenata della componente a vista. A gennaio, si è virtualmente concluso il lungo ciclo ribassista dei tassi di interesse, anche se ulteriori leggere riduzioni si sono riscontrate nel segmento a lungo termine. Nello stesso mese, grazie al rialzo del tasso attivo a breve si è resa possibile un leggera risalita della forbice con clientela dai minimi storici toccati in chiusura d'anno.

Gli impieghi. Il profilo di crescita degli impieghi bancari, che si era mantenuto intorno al 7% fino a novembre, ha registrato, tra dicembre e lo scorso gennaio, un vistoso rallentamento, dovuto all'andamento fortemente negativo della componente a breve termine. Nel contempo, gli impieghi a prorata scadenza hanno rafforzato la loro già molto significativa dinamica di sviluppo.

Più precisamente, il tasso di variazione annua relativo al complesso degli impieghi armonizzati (comprensivi cioè di sofferenze e pronti termine attivi) è stato a gennaio del 4,3% (TAB. 3.6), risultando sostanzialmente in linea rispetto alla crescita media dell'eurozona (+4,4%). Nello stesso mese, al netto di sofferenze e pronti contro termine, gli impieghi hanno registrato una crescita del 5,0%, cedendo oltre 1,5 punti percentuali rispetto alla variazione media dell'ultimo trimestre del 2003.

Quanto alla dinamica per scadenza, i prestiti con durata inferiore a 18 mesi hanno deluso le aspettative di ripresa che erano sembrate concretizzarsi sul finire dell'estate, registrando, da ottobre in avanti, un progressivo calo delle consistenze, che ha raggiunto l'apice a gennaio con un -4,1% su base annua. Nello stesso mese, gli impieghi a più lungo termine sono, al contrario, cresciuti del 13,3%, arrivando a rappresentare quasi il 57% dei volumi complessivi di impiego (53% a gennaio 2003). Il protrarsi di questo assai divergente andamento è, in primo luogo, riconducibile al basso livello dei tassi di interesse ed ai rischi tuttora gravanti sui mercati finanziari, che alimentano la preferenza degli investitori per le attività

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

reali. In parallelo, la perdurante stagnazione dell'economia induce un progressivo indebolimento della domanda di finanziamento del capitale circolante da parte delle imprese, amplificando, nel contempo, l'atteggiamento prudentiale delle banche nella concessione di prestiti non adeguatamente garantiti. Tale orientamento cautelativo, in qualche misura incentivato dai recenti scandali finanziari, potrebbe acuirsi nel corso del corrente anno, anche a seguito dell'avvio dei nuovi sistemi di valutazione del merito creditizio sulla base di *rating* interni, previsti dalla nuova regolamentazione sul capitale delle banche (Basilea 2). Malgrado ciò, i timori di razionamento dell'offerta di credito al sistema produttivo appaiono, al momento, non del tutto giustificati, anche alla luce delle indicazioni provenienti dai parametri usualmente utilizzati per rilevare il fenomeno. Infatti, se da un lato, dalla primavera del 2003, si è osservata una tendenza al rialzo del costo reale del credito alle imprese⁸ e del differenziale tra i tassi medio e minimo sugli impieghi⁹, dall'altro, non si sono riscontrati particolari aumenti del premio al rischio, né indizi di *flight to quality* (ad esempio, una forte crescita di titoli di stato nei portafogli delle banche), né, infine, particolari tensioni di liquidità nel comparto manifatturiero¹⁰. Precisi segnali di un possibile *credit crunch* non sono emersi neppure nell'indagine trimestrale sulle condizioni creditizie nell'area dell'euro, condotta in gennaio dalla BCE. Se infatti, per i 3 mesi successivi al sondaggio (ovvero fino al prossimo aprile), il 75% delle banche interpellate ha espresso la volontà di lasciare invariate le condizioni di credito per le imprese, rispetto alla *survey* di ottobre, si è riscontrato un rialzo della percentuale delle intenzioni di inasprimento dei termini di credito (24% dal 14% di ottobre).

Nel periodo in esame si è rafforzato il contributo delle famiglie (incluse ditte individuali) all'evoluzione dell'intermediazione bancaria: in gennaio i prestiti erogati a questo settore sono cresciuti del 10,5% su base annua, grazie agli elevati livelli della domanda di mutui-casa (+22,4%) e di prestiti finalizzati al consumo (+14,8%).

Meno vivace invece, nonostante l'accelerazione tra settembre e novembre, la dinamica dei prestiti alle società non finanziarie, cresciuti a gennaio del 6,4%

⁸ Stimato come differenza tra il tasso applicato alle nuove erogazioni a medio-lungo termine e l'indice dei prezzi alla produzione.

⁹ Ha raggiunto il 2,41% a gennaio, attestandosi al 2,43% nella media del 2003, a fronte di una corrispondente media di 2,30% del 2002.

¹⁰ Il rapporto utilizzato/accordato dell'industria si è mantenuto nei mesi finali del 2003 intorno al 58%, valore medio degli ultimi 5 anni. Fonte: Centrale dei Rischi.

tendenziale. In particolare, a fine 2003, si è confermata molto tonica la dinamica dei servizi diversi dal commercio (+13,2% su base annua), che ha controbilanciato parzialmente la marcata debolezza dell'industria (+0,6%). Parallelamente, l'espansione del credito all'edilizia si è mantenuta molto sostenuta (+11,3%), anche se un rallentamento appare possibile nei prossimi mesi, sulla scia del calo degli investimenti e della riduzione degli occupati del settore, registrati a partire dal terzo trimestre dello scorso anno, dopo quattro anni di crescita ininterrotta.

Nell'ultimo quadrimestre del 2003, la qualità del credito si è mantenuta complessivamente elevata. Peraltro, nonostante la sostanziale stabilità del rapporto tra sofferenze e impieghi intorno al 4,6%, l'evoluzione dei volumi di *credito non-performing* ha accusato a dicembre una significativa accelerazione, con un +10,1% rispetto alla fine del 2002. Ciò ha essenzialmente rispecchiato il crescente grado di rischiosità delle imprese industriali, le cui sofferenze sono risultate in aumento del 32%.

Nei due mesi finali del 2003, infine, si è rilevato un sostanziale consolidamento dei volumi dei titoli detenuti dalle banche sui livelli espressi nello stesso bimestre del 2002. Il frazionale incremento tendenziale di dicembre (+0,1%), registrato dall'aggregato nel suo complesso, riflette un calo dello stock di titoli di stato (-6,1%) ed un parallelo aumento degli altri titoli (+14,5%), in particolare obbligazioni bancarie.

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

		Impieghi				Portafoglio titoli	
		Totali	Vivi			Titoli di Stato e Obbligaz.	Azioni e partecipaz.
			Totali	a breve	a m/l		
2002	Dic	5,6	5,9	0,3	11,5	-19,8	17,2
2003	Mar	6,5	6,2	0,9	11,3	-24,8	9,8
	Giu	6,4	6,2	0,8	11,4	-17,0	4,7
	Set	7,3	7,2	0,1	13,6	-7,6	3,5
	Ott	7,2	6,8	-0,4	13,1	-8,6	2,8
	Nov	7,8	7,0	-0,7	13,8	0,1	2,3
	Dic	6,3	6,0	-1,7	13,0	-6,1	14,5
2004	Gen	4,3	5,0	-4,1	13,3	-	-

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

La raccolta. Il basso livello dei tassi di interesse ed l'ancora elevato grado di avversione al rischio dei risparmiatori hanno favorito un buon sviluppo del *funding* anche nell'ultima parte del 2003 e nel mese di gennaio (TAB. 3.7). L'andamento registrato dalle diverse forme tecniche ha testimoniato, una volta di più, la preferenza dei risparmiatori per conti correnti e obbligazioni, che, nel complesso, rappresentavano a fine anno circa l'84% del totale (81% a fine 2002).

La dinamica di crescita tendenziale della provvista bancaria, che si era mantenuta intorno al 5% tra settembre e novembre, ha frenato vistosamente in chiusura d'anno (+3,3%), per una temporanea diminuzione dell'intensità di espansione delle giacenze in conto corrente tornata in gennaio a crescere con tassi superiori al 10%.

Quest'ultimo dato sembra tradire le aspettative di un prossimo considerevole rientro della preferenza per la liquidità degli investitori, come testimonia, d'altra parte, il tuttora modesto andamento della raccolta indiretta, cresciuta, a fine 2003, di un frazionale 0,1% su base annua (+0,9% la componente gestita). Nondimeno, è verosimile ipotizzare una riduzione della disponibilità di fondi nelle mani delle famiglie, riconducibile anche allo sfavorevole andamento dei prezzi dei servizi ed alla progressiva diminuzione della propensione al risparmio, evidenziata dalle più recenti inchieste congiunturali dell'Isae.

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

		Depositi					Totale Obblig.	Raccolta Diretta	Raccolta Indiretta* (Titoli in deposito)	
		Totali	a vista	con durata prestab.	rimb.con preavv.	P/T			totale	di cui: gestita
2002	Dic	8,2	9,4	-12,5	8,0	17,2	9,9	8,8	-2,7	-10,2
2003	Mar	4,0	9,1	-13,5	6,0	-11,4	8,3	5,5	-6,2	-10,9
	Giu	4,6	10,4	-9,5	5,3	-17,8	6,1	5,1	-4,9	-3,2
	Set	4,4	10,5	-10,9	6,0	-18,7	5,8	4,9	-6,2	2,4
	Ott	4,8	10,9	-9,6	5,8	-18,5	6,3	5,3	-6,9	0,5
	Nov	4,4	10,3	-10,5	5,7	-18,0	6,5	5,2	-7,3	1,4
	Dic	0,5	5,7	-12,0	5,1	-23,5	8,5	3,3	0,1	0,9
2004	Gen	4,1	10,2	-9,1	5,5	-23,3	8,4	5,7	-	-

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

Quasi specularmente opposto a quello della raccolta a breve termine è stato, nel periodo in esame, l'andamento delle obbligazioni, che, dopo una fase di

graduale rallentamento culminata in ottobre, ha ripreso successivamente tono, riportandosi a dicembre e gennaio su tassi di crescita tendenziali superiori all'8%. Il rilancio delle emissioni obbligazionarie da parte delle banche può essere spiegato, da un lato, con la necessità di finanziare il forte sviluppo della domanda di mutui, dall'altro, con l'attuale orientamento delle famiglie all'investimento in attività a basso rischio, in grado di contrastare l'inflazione. Significativa, a questo proposito, appare la buona risposta del mercato nei confronti delle emissioni strutturate con salvaguardia del capitale investito e rendimento minimo garantito.

Tassi attivi. Nell'ultimo quadrimestre del 2003 è proseguita la riduzione dei tassi attivi, che ha fatto scivolare il tasso medio stimato per il complesso degli impieghi al minimo storico di 4,46%¹¹ (99 centesimi di punto in meno rispetto a fine 2002). La lunga fase ribassista appare tuttavia conclusa, anche alla luce dei dati di gennaio, che hanno segnalato una tendenza alla stabilizzazione e, in alcuni casi, al rialzo (TAB. 3.8).

TAB. 3.8 – Tassi attivi

		A breve			A medio-lungo		
		c/c	Min.	Medio	sulle consistenze	sulle nuove erogazioni	
						alle imprese	alle famiglie
2002	Dic	6,62	3,28	5,65	5,26	4,42	5,36
2003	Mar	6,46	2,89	5,31	4,99	4,23	5,33
	Giu	6,22	2,60	5,06	4,69	3,77	5,01
	Set	5,88	2,32	4,78	4,39	3,67	4,90
	Ott	5,88	2,30	4,77	4,33	3,38	4,76
	Nov	5,81	2,30	4,72	4,34	3,65	4,75
	Dic	5,69	2,30	4,66	4,31	3,62	4,46
2004	Gen	5,76	2,31	4,72	4,29	3,64	4,72
31-Dic-03		5,60	2,31	4,61			
10-Gen-04		5,77	2,31	4,73			
20-Gen-04		5,82	2,32	4,75			
31-Gen-04		5,77	2,30	4,74			

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

¹¹ Media ponderata con i rispettivi volumi tra tasso sugli impieghi in euro a breve e tasso sugli impieghi in euro a medio-lungo termine.

Più in dettaglio, il rendimento medio degli impieghi a breve termine, sceso, tra agosto e dicembre, di 13 centesimi fino al 4,66%, si è riportato al 4,72% a gennaio, lasciando quindi intuire l'inizio di un ciclo di graduale risalita. Il rendimento medio sul volume di prestiti a più lunga scadenza si è invece ridotto leggermente anche in gennaio, cedendo rispetto ad agosto 17 centesimi, fino al 4,29%. I tassi praticati dalle banche sulle nuove erogazioni a medio-lungo termine a famiglie e imprese hanno invece mostrato un andamento piuttosto variabile: tra agosto e lo scorso gennaio il tasso sulle erogazioni alle imprese si è ridotto di 39 centesimi, fino al 3,64%, mentre quello relativo alle famiglie di 22, raggiungendo il 4,72%. Anche la rilevazione di inizio anno segnala una tendenza al rialzo; segnatamente nel segmento delle famiglie, il costo del denaro si mantiene ancora su livelli molto contenuti, anche in termini reali. Ciò contribuisce a mantenere elevata la preferenza per l'indebitamento bancario a lunga scadenza, come suggerisce anche il robusto *trend* di crescita dei finanziamenti con scadenza superiore ai cinque anni alle imprese.

Tassi passivi. A fronte della dinamica del rendimento dei prestiti, si è osservato un andamento poco mosso del costo complessivo della raccolta¹², arrivato a gennaio all'1,77% (-6 centesimi su agosto) (TAB. 3.9).

In particolare, il tasso mediamente corrisposto dalle banche sul totale dei depositi è rimasto invariato da ottobre allo 0,80%. All'inizio del 2004, le banche hanno portato la remunerazione dei depositi della clientela migliore al 2,10% (-6 centesimi rispetto ad agosto), fissando in 130 punti base lo scarto nei confronti del tasso medio rilevato sul medesimo aggregato (erano 176 a gennaio 2003).

In parallelo, il tasso sulle obbligazioni in essere ha proseguito nell'andamento discendente, attestandosi a gennaio al 3,26%, 15 centesimi al di sotto del livello registrato alla fine del secondo quadrimestre 2003. Nello stesso arco temporale, il tasso sulle nuove emissioni a tasso fisso ha invece toccato il 2,92% a gennaio (-2 centesimi rispetto ad agosto), dopo aver temporaneamente superato il 3% alla fine dello scorso anno.

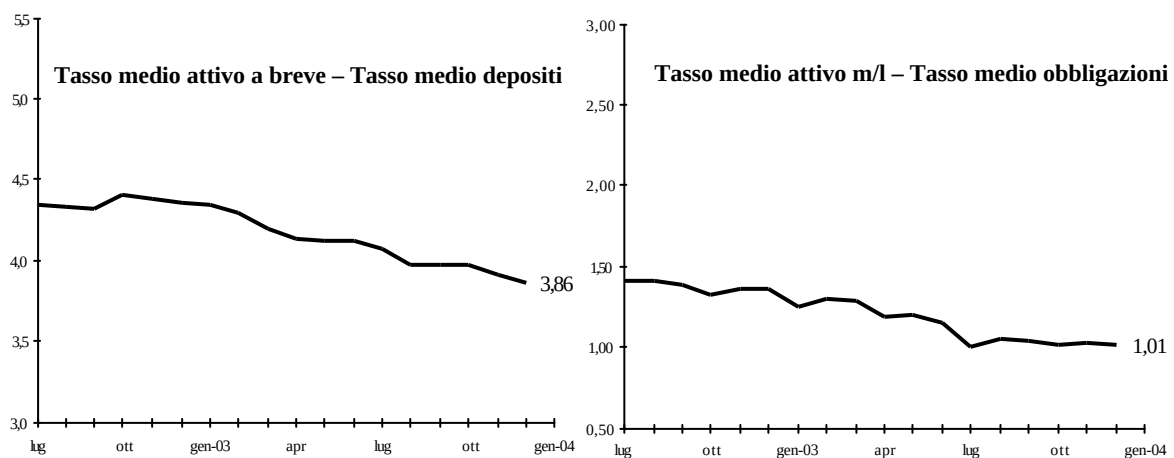
¹² Media ponderata con i rispettivi volumi tra tasso sui depositi in euro e tasso sulle consistenze di obbligazioni.

TAB. 3.9 – Tassi passivi

	Depositi (in euro)				Obbligazioni	
	c/c	CD lire	Max Depositi	Medio Depositi	Medio Consistenze	Emissioni a tasso fisso
2002 Dic	1,25	2,72	3,13	1,30	3,90	3,38
2003 Mar	1,05	2,49	2,76	1,11	3,70	2,94
Giu	0,90	2,26	2,45	0,94	3,54	2,93
Set	0,77	2,01	2,14	0,81	3,35	2,97
Ott	0,76	1,96	2,11	0,80	3,32	2,68
Nov	0,76	1,91	2,11	0,80	3,31	2,81
Dic	0,77	1,89	2,09	0,80	3,30	3,19
2004 Gen	0,77	1,86	2,10	0,80	3,26	2,92
31-Dic-03	0,78	1,88	2,11	0,81		
10-Gen-04	0,77	1,87	2,12	0,80		
20-Gen-04	0,77	1,86	2,09	0,80		
31-Gen-04	0,76	1,85	2,07	0,79		

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

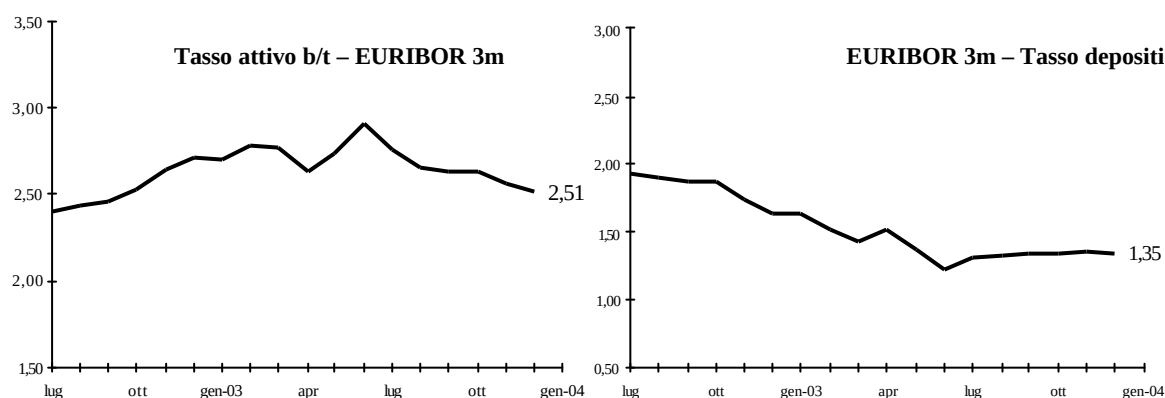
Gli spread. Per effetto delle ricordate dinamiche, la forbice stimata¹³ tra rendimento dell'attivo e costo del passivo con clientela ordinaria si è ridotta, nei cinque mesi terminanti a gennaio, di 7 centesimi, fino al 2,71%. La componente a breve termine (tasso attivo a breve – tasso depositi), è passata dal 3,98% al 3,92%, mentre quella a più lunga scadenza (tasso attivo a medio-lungo – obbligazioni) ha ceduto 2 centesimi, fino all'1,03%. (FIG. 3.18).

FIG. 3.18 – Spread sui tassi bancari

¹³ Differenza tra rendimento medio degli impieghi e costo medio della raccolta.

Nello stesso periodo, il *mark-up* sull'euribor 3m ha oscillato in un *range* piuttosto ristretto, intorno al 2,60%, e ha raggiunto a gennaio il 2,63%, grazie alla ripresa del tasso sui prestiti a breve e dell'ulteriore riduzione del riferimento di mercato. Il *mark-down* sui depositi ha invece mantenuto un profilo stabile fino a dicembre (1,35%), per poi scivolare all'1,29% di gennaio (FIG. 3.19).

FIG. 3.19 – Mark up e Mark down dei tassi bancari



Tassi armonizzati. Dal mese di novembre, la BCE e le Banche Centrali Nazionali dell'Eurosistema hanno avviato la pubblicazione delle nuove statistiche armonizzate sui tassi di interesse, che, a partire dall'inizio del 2003, coinvolgono 1.800 banche dell'Eurozona (125 in Italia). Le nuove rilevazioni, che, in Italia, andranno a sostituire i tradizionali riferimenti forniti dalle segnalazioni decadali, permetteranno, d'ora innanzi, di confrontare, su basi omogenee, i tassi attivi e passivi praticati verso le famiglie e le società non-finanziarie nei diversi paesi dell'UEM.

Dai dati sinora diffusi emerge, in sintesi, un sostanziale allineamento alla media europea delle politiche di *pricing* del nostro sistema bancario. Tra gli elementi di differenziazione, spicca la competitività delle banche italiane sui mutui-casa ed, in generale, su tutti i finanziamenti a lunga scadenza. A titolo di esempio, sulle nuove operazioni di finanziamento di importo superiore al milione e durata maggiore di 5 anni, lo scarto negativo rispetto alla media europea si commisurava, a fine 2003, in mezzo punto percentuale (3,83% contro 4,33%).

3.5 Le previsioni dei tassi bancari*

Le previsioni di febbraio. Da ottobre a dicembre 2003, l'andamento dei tassi bancari è stato condizionato sia dal livello del Repo (mantenuto al 2% come nelle nostre previsioni), sia dall'andamento dei tassi di mercato che, specialmente quelli a scadenza non brevissima, sono rimasti pressoché inalterati contro l'aspettativa di un modesto rialzo. In ogni caso, i valori effettivi risultano abbastanza vicini alle previsioni, sia per quanto riguarda i rendimenti di mercato, sia per quanto riguarda i tassi bancari (TAB 3.10). Per quanto riguarda i tassi passivi, però, si rileva una lieve anomalia nel caso dei c/c poiché il loro rendimento risulta leggermente più alto delle stime, nonostante queste contenessero una sopravvalutazione dei rendimenti di mercato: è come se le banche avessero remunerato i loro conti correnti un po' di più di quello che avrebbero fatto in altre circostanze, ma di questo occorrerà attendere una conferma.

TAB. 3.10 – Confronto fra i tassi effettivi e le nostre precedenti previsioni
(in neretto i valori effettivi, in corsivo le nostre stime di ottobre)

Mese	Repo (media mensile)	Euribor			Rendiob	Medio impieghi a breve	Passivo c/c	Tasso CD < 6m.	Obbl. bancarie
		1m.	3m.	12m.					
2003 ago	2,00	2,12	2,14	2,28	3,94	4,79	0,76	1,53	2,94
set	2,00	2,13	2,15	2,26	3,90	<i>4,77</i>	<i>0,74</i>	<i>1,56</i>	<i>2,96</i>
						4,78	0,77	1,54	2,97
ott	2,00	<i>2,10</i>	<i>2,12</i>	<i>2,28</i>	<i>3,96</i>	<i>4,75</i>	<i>0,73</i>	<i>1,58</i>	<i>3,01</i>
		2,10	2,14	2,30	3,91	4,77	0,76	1,52	2,68
nov	<i>2,00</i>	<i>2,13</i>	<i>2,16</i>	<i>2,35</i>	<i>4,04</i>	<i>4,72</i>	<i>0,71</i>	<i>1,61</i>	<i>3,03</i>
	2,00	2,09	2,16	2,41	4,02	4,72	0,76	1,52	2,81
dic	<i>2,00</i>	<i>2,17</i>	<i>2,20</i>	<i>2,43</i>	<i>4,13</i>	<i>4,72</i>	<i>0,70</i>	<i>1,63</i>	<i>3,04</i>
	2,00	2,13	2,15	2,38	4,04	4,66	0,77	1,55	3,19
2004 gen	<i>2,00</i>	<i>2,20</i>	<i>2,23</i>	<i>2,28</i>	<i>4,18</i>	<i>4,73</i>	<i>0,70</i>	<i>1,66</i>	<i>3,06</i>
	2,00	2,08	2,09	2,12	3,80	4,72	0,77	1,52	2,92

Fonte: Confronto tra Osservatorio 2003/3 e dati BCE, Banca d'Italia e Il Sole 24Ore.

Le nuove previsioni. L'ipotesi base è che il Repo resti fermo al 2% nei prossimi mesi. Quest'ipotesi è quella a cui corrisponde la massima probabilità, sia in base alla struttura dei tassi di mercato, sia in relazione alle dichiarazioni ufficiali della BCE, sia in base a un modello econometrico che spiega le future

* A cura di G. Verga.

variazioni del tasso ufficiale in base al valore corrente di un gruppo di variabili economiche.

E' bene comunque sottolineare che la probabilità che il Repo sia ridotto non è comunque trascurabile (dell'ordine del 10-20%).

In base a quest'ipotesi di Repo al 2% è stato stimato l'andamento dell'Euribor e del Rendiob dei prossimi mesi, mediante i quali sono state ottenute le previsioni dei tassi bancari (TAB. 3.11)

Il risultato che emerge è uno scenario di stabilità dei tassi bancari. Per avere qualche significativa ripresa occorrerà quindi attendere ancora qualche mese anche se, nel caso il Repo dovesse rimanere all'attuale livello, la congiuntura economica dovesse migliorare e la liquidità del sistema risultare un po' meno abbondante, potrebbe manifestarsi qualche prima timida tendenza al rialzo verso l'estate.

Resta inteso che, in caso di riduzione del Repo, tutte le stime risulterebbero leggermente inferiori a quelle qui riportate.

TAB. 3.11 – Tassi di mercato, tassi bancari e previsioni (medie mensili)
(in neretto i valori già noti al 6 marzo 2004)

Mese	Repo (media mensile)	Euribor			Rendiob	Medio impieghi a breve	Passivo c/c	Tasso CD < 6m.	Obbl. bancarie
		1m.	3m.	12m.					
2003 dic	2,00	2,13	2,15	2,38	4,04	4,66	0,77	1,55	3,19
2004 gen	2,00	2,08	2,09	2,12	3,80	4,72	0,77	1,52	2,92
feb	2,00	2,06	2,07	2,17	3,69	4.69	0.76	1.51	2.75
mar	2,00	2.03	2.05	2.15	3.72	4.66	0.76	1.50	2.80
mag	2.00	2.03	2.05	2.15	3.76	4.64	0.77	1.49	2.71
apr	2.00	2.06	2.07	2.17	3.80	4.65	0.77	1.49	2.69
giu	2.00	2.07	2.08	2.19	3.84	4.65	0.77	1.49	2.74
lug	2.00	2.08	2.10	2.24	3.90	4.65	0.78	1.49	2.75

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

4. IL CREDITO AL CONSUMO*

I recenti sviluppi sul mercato dei prestiti hanno evidenziato una forte crescita dei prestiti alle famiglie. Hanno concorso a questa crescita sia i finanziamenti dell'acquisto di abitazioni, sia lo sviluppo dei prestiti personali. Le novità si sono espresse sia in un aumento degli impieghi delle banche, attraverso i mutui per le abitazioni e i prestiti personali, sia in un aumento dell'attività di società specializzate, organizzate sotto forma di banca o di società finanziaria.

La struttura dell'offerta delle società specializzate è in progressiva trasformazione, con un aumento del numero di banche specializzate; una parte rilevante dell'offerta specializzata si svolge nell'ambito di gruppi bancari.

I prestiti alle famiglie si caratterizzano per tassi mediamente più elevati di quelli alle imprese e i tassi delle società specializzate tendono ad essere, soprattutto per la diversità delle forme tecniche, più elevati di quelli delle banche generaliste. I tassi più elevati sono legati sia al maggior grado di rischio, sia ai maggiori costi di gestione. Resta tuttavia, nell'attività delle società specializzate, un tasso di redditività del capitale investito assai elevato, il che sembra essere all'origine dell'aumento del grado di concorrenza sul mercato dei prestiti al consumo.

Le prospettive sono per una crescita ulteriore, stante che in Italia il peso dell'indebitamento delle famiglie sulla dinamica dei consumi privati è notevolmente inferiore a quello che si ha in altri paesi, siano essi paesi a reddito personale più basso o più elevato dell'Italia.

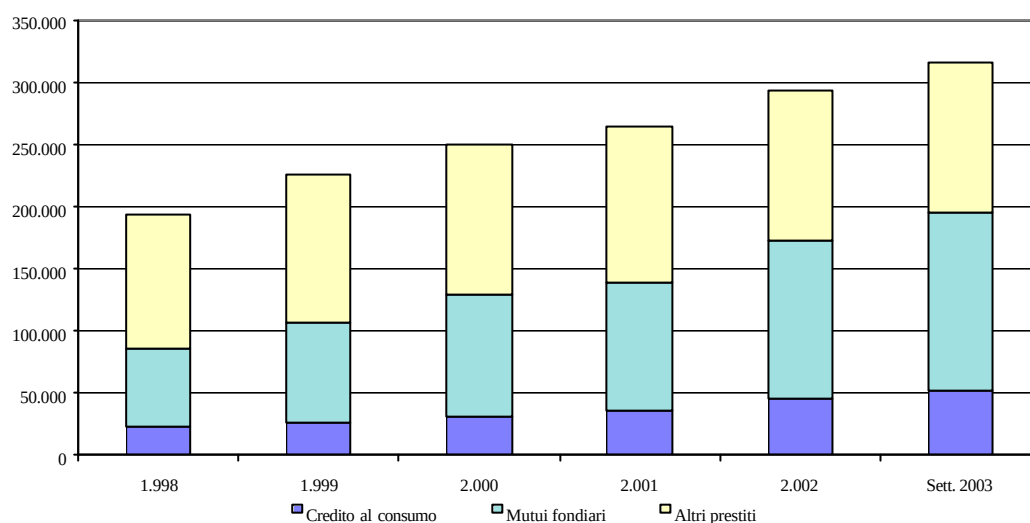
4.1 Il credito alle famiglie: volumi e tendenze

I volumi di credito erogati alle famiglie italiane (sia consumatrici che produttrici) da banche e società finanziarie specializzate nel credito al consumo sono cresciuti nel corso degli ultimi anni a ritmi sostenuti (FIG. 4.1). Nel quinquennio 1998-2003, la loro crescita media annua è stata del 10,4%, che si confronta con una crescita media del 7,9% per i prestiti concessi dal sistema bancario alle imprese. In particolare, sono cresciuti molto i mutui (+19% di crescita media) e il credito al consumo (+14,8%). A settembre 2003 i mutui

* A cura di L. Nieri, P. Bongini, P. Giarda e R. Famà.

assorbono il 45%, il credito al consumo in senso tecnico¹ assorbe il 17% e gli altri prestiti (tra cui le aperture in conto corrente) il 38% del totale.

FIG. 4.1 – Evoluzione dei prestiti alle famiglie in Italia
(erogati da banche e società finanziarie)



Fonte: Banca d'Italia, *Supplemento al Bollettino Statistico*, Tav. TDME0070 e TDB 10277.

La crescita italiana nel quinquennio 1998-2003 (+10,4%) è stata superiore a quella dell'area dell'euro (+7,6%). Nonostante la crescita più sostenuta che ha caratterizzato il periodo più recente, alla fine del 2002 il credito destinato alle famiglie italiane ammonta ad una percentuale del PIL che permane bassa rispetto a quanto rilevato nei principali paesi dell'Unione Europea. Considerando i soli dati dei prestiti del settore bancario si ha che in Italia la quota dello stock di prestiti sul PIL è pari al 21,9% (TAB. 4.1) contro una media UE del 46,4%, con valori elevati in Francia (35,0%), in Spagna (51,2%) e in Germania (66,7%).

¹ Ai sensi dell'art. 121 del TUB, per crediti al consumo si intende la concessione nell'esercizio di una attività commerciale o professionale di credito sotto forma di dilazione di pagamento, di finanziamento o di altra analoga facilitazione finanziaria a favore di una persona fisica che agisce per gli scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale eventualmente svolta (consumatore). I crediti al consumo comprendono, oltre a quelli direttamente collegati con l'acquisto di beni di consumo, anche quelli relativi all'utilizzazione di carte di credito. Cfr. Banca d'Italia, Glossario, Appendice alla Relazione Annuale e Bollettino Statistico.

TAB. 4.1 – Credito bancario alle famiglie per destinazione in Europa
(consistenze di fine periodo in % al PIL)

	Italia		Francia	Germania	Spagna	Area Euro
	Totale	famiglie consum.				
1997						
Acquisto abitazioni	5,2	4,8	20,3	37,3	21,2	23,9
Credito al consumo	1,3	1,2	6,7	10,9	5,9	6,6
Altro	9,7	4,9	5,6	14,9	7,2	9,5
Totale	16,2	12,1	32,5	63,1	34,2	39,9
2002						
Acquisto abitazioni	10,0	9,3	22,7	43,7	34,8	30,8
Credito al consumo	2,4	2,2	8,0	10,7	7,5	7,3
Altro	9,5	5,2	12,3	12,3	8,9	8,3
Totale	21,9	16,7	35,0	66,7	51,2	46,4

Fonte: Banca d'Italia, *Bollettino economico*, novembre 2003.

I mutui fondiari rappresentano, in tutti i paesi europei, una quota preponderante del credito alle famiglie: la percentuale sul totale varia da un minimo di circa il 40% in Italia e nel Lussemburgo, al 60% circa in Germania, per raggiungere l'80% in Olanda. Anche le dinamiche di crescita risultano molto differenziate evidenziando la diversa maturità di questo mercato nei diversi paesi europei. L'Italia evidenzia, nel quinquennio 1998-2002, i tassi di crescita più elevati, seguita dalla Spagna e dal Regno Unito (TAB. 4.2).

L'Italia si caratterizza quindi per valori di credito in essere più bassi rispetto agli altri paesi europei e per una dinamica recente più accentuata che può ritenersi il preludio ad un avvicinamento alle medie europee.

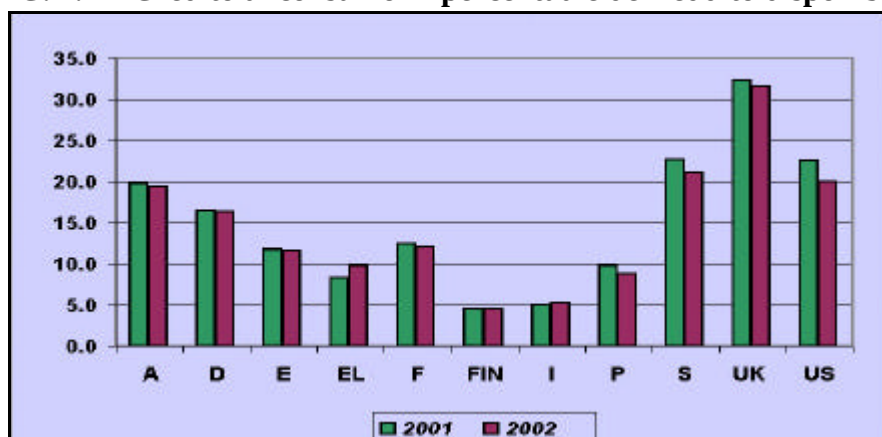
TAB. 4.2 – Tassi di variazione dei mutui fondiari alle famiglie

	2001	2002	<u>Giu 2002</u> <u>Giu 2003</u>	Media 1998-2002
Italia	5,4	23,5	21,7	21,7
Francia	6,0	8,4	8,6	7,4
Spagna	16,5	16,3	13,5	18
Germania	3,1	2,9	2,6	8,2
Regno Unito	8,3	12,2	-16,4	12,2

Fonte: Osservatorio sul credito al dettaglio, a cura di Assofin, CRIF e Prometeia, dicembre 2003.

Non è facile trovare ragioni che spieghino l'entità della differenza tra Italia e resto d'Europa. La prima e più importante differenza è probabilmente legata alle abitudini italiane in materia di risparmio. La propensione al risparmio nel nostro paese è storicamente più elevata che altrove. Inoltre essa presenta una forte correlazione positiva con l'età del capofamiglia lasciando intravedere forti trasferimenti intergenerazionali di risparmio accumulato. Infine bisognerebbe valutare l'istituto del TFR, una fonte di reddito tradizionalmente assegnata alla abitazione dei figli. L'Italia, il paese europeo con una propensione al risparmio molto elevata, è quello ove è minore il rapporto tra credito al consumo e reddito disponibile (FIG. 4.2).

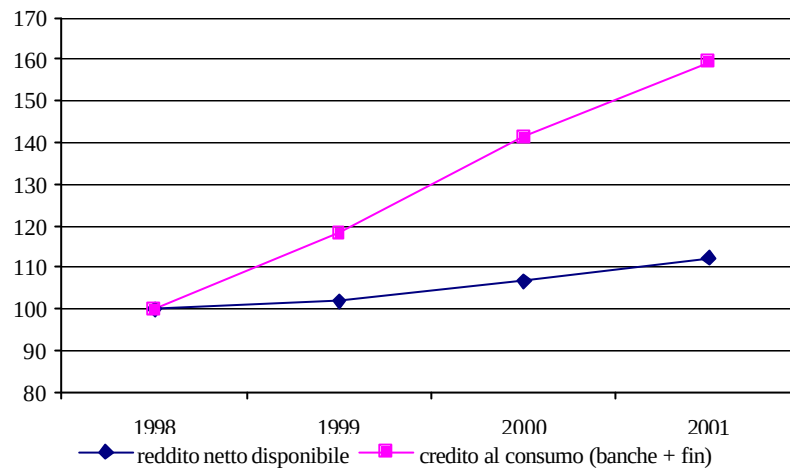
FIG. 4.2 – Credito al consumo in percentuale del reddito disponibile



Fonte: European Credit Research Institute (2000), *Consumer credit in the European Union*, CRI research report n.1 www.ecri.be

E' interessante mettere in evidenza (FIG. 4.3) che la crescita del credito al consumo sta avvenendo a tassi superiori a quelli del reddito disponibile e si accompagna ad un aumento della propensione al consumo. L'ampliamento del ricorso al credito al consumo da parte delle famiglie consumatrici avviene quindi in un contesto di rallentamento della crescita dell'economia e di spostamento della struttura della domanda aggregata verso i consumi privati.

FIG. 4.3 – Evoluzione del credito alle famiglie e del reddito disponibile in Italia (1998-2001)



Fonte: dati Istat e Banca d'Italia e nostre elaborazioni.

Dall'analisi della distribuzione del credito alle famiglie – erogato in qualsiasi forma da banche e società finanziarie – si rileva infine che a fine 2002 erano le regioni del Nord Ovest a detenere la quota più rilevante (32%), seguite da quelle del Centro e del Mezzogiorno (entrambe con quote pari a 23%). Tuttavia, se si rapporta l'entità dei prestiti alle famiglie alla spesa da queste sostenuta ovvero al PIL, risulta che le famiglie del Mezzogiorno sono quelle che utilizzano di meno il credito: solo il 25% (contro la media nazionale pari a 30%) della spesa è infatti coperta da prestiti di varia natura, che, a loro volta rappresentano il 21% del PIL territoriale (media nazionale pari a 22,6%) (TAB. 4.3). Si rileva inoltre che quasi un terzo dell'indebitamento delle famiglie del Sud e Isole è rappresentato da credito al consumo; ciò significa che, diversamente dalle famiglie del Nord, esse si indebitano non tanto per sostenere investimenti immobiliari o di altra natura, ma soprattutto per integrare il più contenuto reddito disponibile. Quest'ultima affermazione appare coerente con il fatto che proprio nel Mezzogiorno si riscontra una propensione al risparmio più bassa di quella rilevata nelle altre aree del paese (26% al Sud, 28% al Nord e 25% al Centro).

TAB. 4.3 – Distribuzione geografica del credito alle famiglie (2002)

	Nord Ovest	Nord Est	Centro	Sud e Isole	Italia
Credito alle famiglie* (mln di euro)	76.048	51.932	53.597	53.209	234.786
Credito alle famiglie/**Spesa delle famiglie	33%	31%	34%	25%	31%
Credito alle famiglie/PIL	23%	22%	25%	21%	23%
Credito al consumo^/Credito alle famiglie	20%	29%	17%	14%	20%

Fonte: Nostre rielaborazioni su dati Banca d'Italia e ISTAT;

Note: * Prestiti bancari a famiglie consumatrici + credito al consumo da società finanziarie; ** Spesa per beni durevoli e non durevoli; ^ Credito al consumo erogato sia da banche che da società finanziarie.

4.2 La struttura dell'offerta

Nel comparto dei finanziamenti alle famiglie operano essenzialmente tre tipologie di intermediari: le banche generaliste, le banche specializzate e le società finanziarie. Per una prima rappresentazione del peso relativo delle diverse tipologie di intermediari, si deve rilevare come le società finanziarie (molte delle quali appartenenti a gruppi bancari) e le banche specializzate costituiscano due categorie con forti osmosi; inoltre è da osservare come, nel settore, siano in corso frequenti trasferimenti dalla prima alla seconda categoria: è infatti in corso un processo di trasformazione delle società finanziarie in banche specializzate. Come conseguenza, nel periodo 1998-2003 si è manifestato un forte spostamento di quote di mercato dalle società finanziarie alle banche specializzate: le prime hanno visto una riduzione della percentuale di crediti detenuti dal 61 al 40%.

Separando quindi, da un lato, le banche generaliste e, dall'altro, le società finanziarie specializzate nel credito al consumo insieme con le banche specializzate, si rileva che, a giugno 2003, le banche generaliste detenevano una quota di mercato pari al 33% e l'aggregato "banche e società specializzate" il 67% (Cfr. Osservatorio sul credito al dettaglio, dicembre 2003, pag. 20). All'interno di questo aggregato, è abbastanza evidente il grado di concentrazione dell'offerta: sulla base dei dati Assofin sul totale erogato nel 2003, le prime cinque istituzioni specializzate rappresentano il 42,4% del totale, che sale al 64% se si considerano le prime dieci (TAB. 4.4).

TAB. 4.4 – Quote di mercato delle prime 10 istituzioni specializzate nel credito al consumo

Valore operazioni finanziate (milioni di euro)	Totale 2003	Quota
Findomestic Banca Spa*	4.554	13,4%
Fiatsava Spa	2.954	8,7%
Agos Itafinco Spa	2.680	7,9%
Deutsche Bank Spa Prestitempo*	2.365	7,0%
Fiditalia Spa	1.833	5,4%
Gruppo Finemiro Banca Spa*	1.687	5,0%
Bipielle Ducato Spa	1.595	4,7%
Finconsumo Banca Spa	1.395	4,1%
Compass Spa	1.378	4,1%
R.N.C. Spa	1.280	3,8%
Totale delle Associate Assofin	33.886	100%

Fonte: Osservatorio Assofin, anno 2003.

Note: *Intermediari con statuto di banca.

Si deve tuttavia osservare che le banche generaliste presentano una maggiore dinamicità rispetto alle istituzioni specializzate: per le prime il tasso di crescita annua del credito al consumo rilevato a giugno 2003 è pari a 17,9% che si confronta con il 14,9% registrato alla stessa data dalle istituzioni specializzate.

Per quanto riguarda l'insieme delle banche specializzate e società finanziarie, si osserva che esse, al giugno 2003, superano di poco le 20 unità, sia nel segmento del credito al consumo sia nel segmento che ricomprende diverse tipologie di finanziamento tra cui, in particolare, il credito per l'acquisto di abitazioni (TAB. 4.5). Sotto il profilo proprietario, possiamo distinguere tra:

- operatori appartenenti a gruppi bancari;
- operatori provenienti dal comparto industriale (società *captive*), in particolare dal settore automobilistico;
- società controllate da gruppi finanziari internazionali.

La forte presenza di operatori esteri è un tratto particolare del comparto del credito al consumo in Italia e riguarda sia le società finanziarie sia le banche specializzate. Delle 46 associate Assofin specificatamente dedicate al mercato del credito al consumo finalizzato, ben 17 sono riconducibili a operatori esteri. Si tratta di una presenza qualificata in termini di quote di mercato: il primo operatore, per volume di finanziamenti erogati, è Findomestic, una *joint-venture*

al 50% tra CariFirenze e Cetelem mentre tra i primi dieci operatori, sempre in una classifica per volume finanziato nel 2003, troviamo 6 società finanziarie o banche specializzate straniere.

Le banche specializzate sono per lo più operatori nati come società finanziarie ex art. 107 e in seguito trasformati in banca alla ricerca di benefici in termini di immagine e reputazione nei confronti della clientela, di possibilità di ampliamento delle modalità di raccolta di risorse finanziarie nonché di riduzione del costo dell'indebitamento. Sette delle 12 banche specializzate associate Assofin, siano esse banche o società finanziarie ex art. 107, nascevano come società finanziarie.

Infine, il termine "banche generaliste" identifica gli operatori bancari tradizionali la cui attività di intermediazione creditizia è svolta con controparti sia corporate che *retail* e che quindi offrono congiuntamente credito commerciale e credito personale. Il peso di questo tipo di finanziamento, tuttavia, risulta marginale rispetto al totale del credito erogato: se il credito alle famiglie (mutui e credito al consumo) rappresenta in media il 20% del totale degli impieghi bancari nel periodo 1998-2002, il peso del credito al consumo si attesta al 2%.

TAB. 4.5 – Le società finanziarie attive nei finanziamenti alle famiglie

	Credito al consumo		Altre forme tecniche di finanziamento	
	Totale	di cui di matrice bancaria	Totale	di cui di matrice bancaria
31 dic. 1998	17	n.d.	35	n.d.
31 dic. 1999	18	10	33	12
31 dic. 2000	20	12	23	4
31 dic. 2001	18	11	26	3
31 dic. 2002	16	9	29	4
30 giu. 2003	22	n.d.	24	n.d.

Fonte: Banca d'Italia, Relazione Annuale, vari anni.

4.3 Le caratteristiche del credito al consumo in Italia

Come abbiamo avuto modo di sottolineare nei precedenti paragrafi, il credito al consumo in Italia ha sperimentato negli ultimi anni una fase di espansione vivace, sostenuta sia dalle società finanziarie sia dalle banche

generaliste o specializzate. Considerando per prime le società finanziarie e le banche specializzate, risulta evidente (TAB. 4.6) il ruolo preponderante dei prestiti finalizzati, che nel 1998 rappresentavano più dell'80% delle erogazioni totali, e in particolare la rilevanza di quelli concessi per l'acquisto dell'auto che da soli assommavano a oltre il 60% delle operazioni totali. Il comparto dei prestiti finalizzati rappresenta il settore in cui, soprattutto in passato, si è concentrata l'attività delle istituzioni specializzate; sebbene il peso di questa tipologia di finanziamenti sia gradualmente diminuito, l'operatività di questi intermediari risulta ancora piuttosto poco articolata rispetto a quella di altri paesi, ad esempio gli USA, dove a fine 2001 i prestiti al settore auto rappresentavano il 34% del totale del credito al consumo, a cui si affiancavano prestiti per la frequenza di scuole e università (13,7%) e altri beni e servizi (25,1%)². Il consistente peso dei finanziamenti al settore auto riscontrato nel nostro paese spiega altresì un tratto tipico della struttura dell'industria del credito al consumo, vale a dire la presenza di società *captive* (Daimler Chrysler, FCE Bank della Ford, Fiatsava, ecc.) che detengono apprezzabili quote di mercato.

Da qualche anno si rileva tuttavia un ampliamento della gamma di servizi offerti dalle istituzioni specializzate e, in particolare, un innalzamento della quota dei prestiti non finalizzati, erogati prevalentemente attraverso la forma tecnica del prestito diretto (aumentati in media del 35% annuo nel quinquennio in osservazione) e, in parte, della cessione del quinto dello stipendio. Il maggiore interesse delle società e delle banche specializzate per i prestiti personali non finalizzati - un'area di business tipicamente coperta dalle banche generaliste - può essere interpretato, nel caso delle istituzioni di matrice bancaria, come il frutto di scelte gestionali effettuate a livello di capogruppo, volte a isolare la produzione di specifici beni e servizi in società-prodotto autonome. Dall'altro lato, il fenomeno in questione può essere altresì spiegato dalla volontà degli operatori specializzati di ampliare i propri volumi operativi al fine di ridurre il livello dei costi medi unitari, che, come sarà indicato in un prossimo paragrafo, sono piuttosto elevati rispetto ad altre tipologie di intermediari a causa delle peculiarità di questo business. In effetti, se si escludono i finanziamenti per l'acquisto di veicoli industriali - che peraltro costituiscono una quota minima delle operazioni concluse dalle società specializzate - i prestiti finalizzati si caratterizzano per un

² Cfr. Goldman Sachs (2003), *European Banks - Consumer Finance Study*, October 15.

importo unitario piuttosto basso, se confrontato con gli importi medi dell'indebitamento bancario (TAB. 4.6), e l'elevata numerosità delle operazioni determina costi operativi unitari più elevati.

TAB. 4.6 – Credito al consumo erogato nel 1998 e 2003 per tipologia

Tipologia	1998	2003			
	Credito erogato (milioni)	Credito erogato (milioni)	%	Numero operazioni (migliaia)	Importo medio (migliaia)
Autoveicoli e moto	8.623	16.990	50,1	1.867	9,1
Veicoli industriali	346	205	0,6	5	37,4
Altri prest. finalizzati	2.816	5.362	15,8	3.668	1,5
Tot. prestiti finalizzati	11.785	22.557	66,6	5.540	-
Prestiti diretti	1.342	6.054	17,9	812	7,5
Carte di credito	353	3.811	11,2	30.803	0,1
Cessione quinto stip.	179	1.464	4,3	99	14,8
Tot. Prest. non finaliz.	1.874	11.329	33,4	31.714	-
Totale generale	13.659	33.886	100,0	37.254	-

Fonte : Osservatorio Assofin, anno 2003.

Il comparto in cui si riscontrano gli importi medi più bassi e, per contro, il numero maggiore di operazioni finanziate è quello delle carte di credito, forma tecnica che risulta tuttavia ancora poco utilizzata, sebbene in forte crescita. In realtà, lo scarso utilizzo delle linee di credito associate alle carte è un tratto comune anche ad altri paesi dell'Europa continentale ed è in parte motivato dalle ancora elevate commissioni applicate dalle società emittenti.

Con riferimento alle *banche generaliste*, si osserva anzitutto che la loro attività nel settore del credito alle famiglie si sviluppa con ritmi di crescita superiori a quelli delle società specializzate. Le informazioni sulla composizione dei flussi di credito erogati possono essere dedotte da un campione censito dal *credit bureau* CRIF (Cfr. Osservatorio sul credito al dettaglio) da cui emerge che nel 2003 quasi il 70% dell'operatività è rappresentata da prestiti non finalizzati e segnatamente da prestiti personali (oltre il 60%). Anche nel caso di questi intermediari, i finanziamenti per l'acquisto dell'auto o di moto risultano preponderanti rispetto agli altri prestiti finalizzati, perlopiù destinati all'acquisto di apparecchiature elettroniche ed elettrodomestici. I prestiti erogati dalle banche generaliste nell'ambito del credito al consumo si connotano per importi contenuti

– oltre il 40% delle operazioni con importo medio inferiore a 1.300 euro si riferisce a prestiti personali – e per durate limitate – tendenzialmente da meno di 12 a 24 mesi – e pertanto non si differenziano significativamente dai crediti finalizzati.

Alle differenze in termini di prodotti offerti - vale a dire, la posizione di dominio nel campo dei prestiti finalizzati delle istituzioni specializzate da un lato, e il maggiore interesse delle banche generaliste per i prestiti non finalizzati dall'altro – si aggiungono significative diversità anche in merito alla distribuzione dei servizi e dei prodotti di credito. Le banche generaliste si avvalgono a questo fine della loro rete di sportelli: esse utilizzano in altri termini un canale poco specializzato ma a basso costo, dal momento che viene impiegato per distribuire una pluralità di prodotti. Viceversa, le istituzioni specializzate ricorrono prevalentemente agli intermediari commerciali, ossia ai punti vendita dei beni oggetto del finanziamento, ai quali la società finanziaria riconosce una commissione.

Un'ultima notazione concerne la propensione all'utilizzo del credito al consumo da parte delle famiglie nelle diverse aree geografiche. A questo riguardo si è già osservato che sono le famiglie che risiedono al Sud e nelle Isole che ricorrono maggiormente a questa tipologia di prestiti: a fine 2002 in questa area si concentrava quasi il 34% delle consistenze del credito al consumo; alla stessa data il 7,4% della spesa delle famiglie veniva finanziata con credito al consumo, che a sua volta rappresentava quasi il 30% dei finanziamenti erogati da banche e società finanziarie alle famiglie. Considerato che, secondo l'esperienza dei paesi in cui il credito al consumo è tradizionalmente più diffuso, esiste una relazione positiva tra il ricorso a questa forma di finanziamento, da un lato, e il livello del reddito, il livello dei consumi nonché la propensione all'indebitamento, dall'altro lato, e che le aree del Sud del paese e le Isole non sono connotate da livelli di reddito né di consumo superiori a quelli del resto del paese, si può concludere che, diversamente dai sistemi finanziari più sviluppati, in Italia il credito al consumo viene spesso utilizzato per compensare redditi pro-capite piuttosto bassi ed è indirizzato perlopiù all'acquisto di beni di più urgente necessità (automobili, elettrodomestici, cure mediche, ecc. rispetto a beni e servizi voluttuari, quali le vacanze).

4.4 Tassi, rischio, costi e redditività

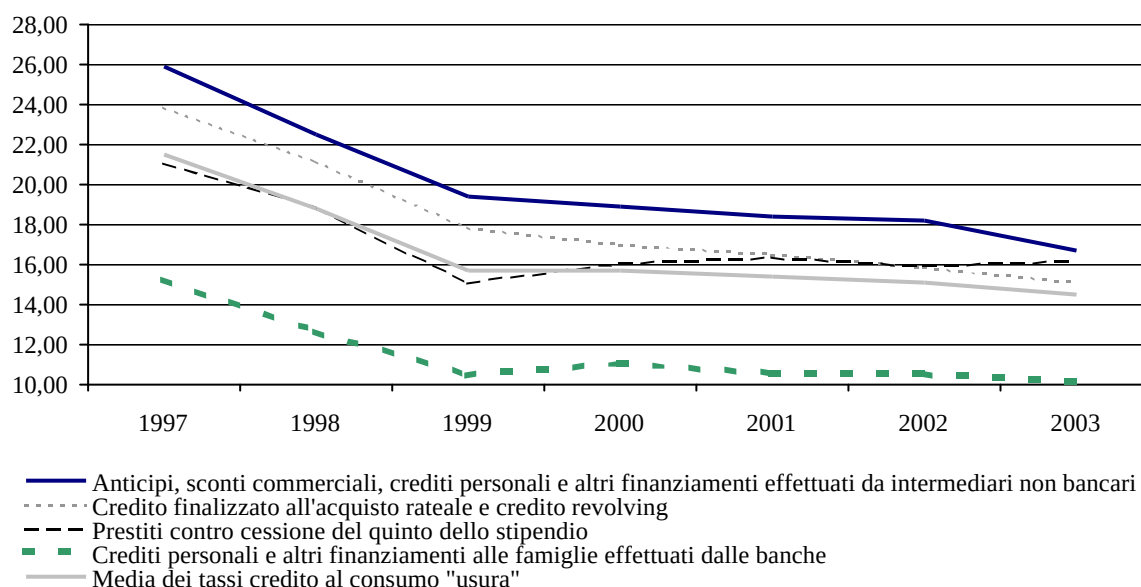
Quattro temi sono spesso evocati e richiamati esplicitamente nelle analisi sul credito al consumo; essi riguardano: il livello dei tassi praticati alla clientela, l'elevato rischio del business, i costi di gestione e l'elevata redditività del settore. Qualche breve considerazione su ciascuno di questi aspetti può essere fatta anche se un'analisi della dinamica del settore richiederebbe considerazioni più circostanziate, anche in relazione alla acquisizione di dati e informazioni più significativi.

Tassi più alti. Si ritiene comunemente che i tassi d'interesse applicati ai prestiti alle famiglie (diversi dai mutui per le abitazioni) e al credito al consumo in particolare sono più elevati di quelli praticati per i finanziamenti bancari alle imprese. Ai fini dell'analisi del costo del credito al consumo si possono utilizzare i tassi di riferimento rilevati ai sensi della c.d. legge sull'usura (L. 7/3/96, n.108) per i quali esistono serie storiche a far data dal 1997³. I tassi sono rilevati trimestralmente e con riferimento alle diverse operazioni che ricadono nel credito al consumo, segnatamente: "Credito finalizzato all'acquisto rateale e credito revolving", "Crediti personali e altri finanziamenti alle famiglie effettuati dalle banche", "Anticipi, sconti commerciali, crediti personali e altri finanziamenti effettuati da intermediari non bancari", "Prestiti contro cessione del quinto dello stipendio". Si tratta di tassi effettivi globali medi, comprensivi di commissioni, spese e remunerazioni a qualsiasi titolo connesse col finanziamento, che forniscono quindi un indicatore del costo del credito analogo al TAEG definito dalla normativa comunitaria sul credito al consumo.

³ Alla rilevazione partecipano le banche e gli intermediari finanziari ex articoli 106 e 107 del T.U.L.B. Esistono altre rilevazioni dei tassi sul credito al consumo effettuate da Banca d'Italia e rinvenibili dal gennaio 2003 nel Supplemento al Bollettino Statistico che sono state analizzate ai fini della stesura di questo capitolo ma non sono state ritenute significative per l'inconsistenza della serie. Da un confronto tra questi ultimi tassi e quelli rilevati ai fini della legge sull'usura e citati nel testo sono state riscontrate differenze significative (da 0 a 4 punti percentuali) imputabili principalmente alla metodologia di calcolo (i tassi pubblicati ai fini della legge sull'usura nascono come medie aritmetiche mentre i tassi pubblicati da Banca d'Italia sono medie ponderate) e alla difformità dei soggetti tenuti alla segnalazione (banche e intermediari finanziari iscritti all'albo ex art. 107 T.U.L.B., nel caso delle rilevazioni ai sensi della legge sull'usura, e le sole banche nel caso delle rilevazioni Banca d'Italia).

Il tasso medio sul credito al consumo (FIG. 4.4) è diminuito dal 1997 al 2003 di 7 punti percentuali dal 21,5% al 14,5%. Tale riduzione segue il trend di discesa che ha caratterizzato i tassi bancari con il procedere dell'integrazione nell'area dell'euro.

FIG. 4.4 – Evoluzione dei tassi per categoria di finanziamento al consumo



Fonte: Banca d'Italia, comunicazioni sulla rilevazione dei tassi ai fini della legge sull'usura.

Passando all'esame delle varie categorie comprese nel credito al consumo, la forma più onerosa appare quella dei finanziamenti erogati da intermediari non bancari, seguita dal credito finalizzato all'acquisto rateale e dai prestiti contro cessione del quinto dello stipendio; la forma di finanziamento meno onerosa appare invece quella del credito alle famiglie erogato dalle banche⁴. Lo *spread* tra i tassi praticati dagli intermediari non bancari (nella forma tecnica meno onerosa, i crediti *revolving*) e quelli praticati dalle banche sul credito personale era pari a circa 9 punti percentuali nel 1997 e si è ridotto progressivamente nel tempo a circa 5 punti percentuali nel 2003. Tale *spread* si presenta assai elevato, anche se alcuni operatori interpellati sull'argomento osservano che i tassi utilizzati non

⁴ I conti correnti attivi non sono ricompresi in nessuna di queste rilevazioni in quanto costituiscono una categoria autonoma di rilevazione.

descrivono correttamente le condizioni economiche in atto oggi nel settore del credito al consumo. L'entità dello *spread* sembra essere all'origine della elevata redditività del settore (vedi infra) e della forte concorrenza in atto tra gli operatori specializzati per l'acquisizione di quote di mercato.

Rischi più elevati. E' anche opinione comune che il rischio associato al credito al consumo (nelle forme tecniche dei prestiti personali e dei prestiti finalizzati) sia più elevato di quello associabile ai prestiti alle imprese. Un indicatore spesso utilizzato per valutare il grado di rischio nella attività di credito è costituito dal rapporto sofferenze-impieghi. Tassi più elevati sono spiegati o giustificati, per quelle attività o per quelle banche o per quelle regioni, il rapporto sofferenze/impieghi è più elevato. Una prima osservazione a questo riguardo è che, a dicembre 2002, il rapporto sofferenze/impieghi del portafoglio crediti dell'intero sistema bancario e quello del solo settore famiglie erano pari rispettivamente a 4,7% e 5,3%. Considerando questa sola statistica si dovrebbe dire che essa non giustificerebbe la diversità nei tassi che si rileva tra prestiti delle banche generaliste e prestiti delle società specializzate (bancarie o no). I dati che emergono dalle indagini di Banca d'Italia sui bilanci familiari consentono qualche considerazione aggiuntiva: essi indicano che l'indebitamento delle famiglie è una funzione crescente del reddito e della ricchezza finanziaria. Ricordando che la frazione maggiore dell'indebitamento delle famiglie deriva dai mutui per l'abitazione, è naturale aspettarsi che il volume delle sofferenze su questa parte degli impieghi risulti relativamente basso, lasciando intendere che il maggiore rischio sui prestiti alle famiglie si concentra sui prestiti (fatti dalle banche generaliste, dalle banche specializzate e dalle società finanziarie) diversi dai mutui per le abitazioni

Si deve rilevare, tuttavia, come nel settore dei prestiti alle famiglie e del credito al consumo, le insolvenze danno luogo, più frequentemente di quanto non accada per i prestiti alle imprese, a perdite contabilizzate direttamente nel conto economico senza essere preliminarmente registrate come sofferenze. Una evidenza indiretta di questa affermazione si ritrova nelle rettifiche di valori (in larga parte perdite su crediti) che sono appostate nei costi delle società specializzate (bancarie o finanziarie), così come risulta dai dati esemplificativi riportati nella successiva TAB. 4.7. L'indicatore sofferenze/impieghi sottostima

quindi l'effettiva rischiosità del credito al consumo. E' possibile che una valutazione comparativa più accurata del grado di rischio relativi dei crediti al consumo e dei finanziamenti alle imprese non possa che passare attraverso una analisi congiunta di sofferenze, accantonamenti a fondi rischi e perdite su crediti.

In conclusione si deve però ritenere che i prestiti alle famiglie, prescindendo dai mutui per l'abitazione, caratterizzi caratterizzano per un grado di rischio più elevato di quello mediamente registrato sui finanziamenti alle imprese. Sembra però di poter concludere che tale maggior rischio non é sufficiente a spiegare, da solo, il differenziale tra i tassi sul credito al consumo e i tassi sul credito alle imprese.

Costi più elevati. Concorrono alla spiegazione dei più alti livelli di tasso praticati soprattutto su alcune forme tecniche dei prestiti al consumo, considerazioni relative alla maggiore onerosità della gestione. Questa affermazione origina, oltre che da affermazioni che spesso si rilevano dagli operatori del settore, da analisi compiute sul più maturo mercato del credito al consumo USA: recenti studi porterebbero a qualche evidenza che le modalità di produzione del credito al consumo comportano costi di produzione più elevati di quelli rilevabili per il credito alle imprese.

Si osserva, in primo luogo, che alle società finanziarie è preclusa la raccolta di risparmio e per tale motivo esse si approvvigionano dei mezzi finanziari facendo soprattutto ricorso a strumenti di mercato (emissioni di titoli in particolare connesse alle tecniche di cartolarizzazione dei crediti in portafoglio); anche per le banche specializzate il ricorso al mercato interbancario risulta preponderante rispetto alla raccolta da clientela ordinaria. In entrambi i casi i costi di *funding* sostenuti sono mediamente più elevati di quelli registrati dalle banche generaliste.

In secondo luogo, le società finanziarie non sempre dispongono di una propria rete di sportelli e sono soggette al più costoso canale di distribuzione dei *dealers*. A ciò si associano inoltre gli elevati costi operativi imputabili alla numerosità delle operazioni gestite e perfezionate.

Resta da osservare, tuttavia, che questi argomenti sono controbilanciati, nel caso concreto dell'industria italiana del credito al consumo, da costi unitari del personale dipendente mediamente più basso del costo del personale bancario, per

diversità dei contratti di lavoro e per la più giovane età media degli occupati; sono controbilanciati altresì dalla maggiore flessibilità che una struttura di *dealers* consente rispetto a personale alle dipendenze dirette.

Redditività. Nonostante i maggiori rischi ed i presunti maggiori costi, il business del credito al consumo appare complessivamente un'attività redditizia. Il livello dei tassi d'interesse risente favorevolmente di una struttura di mercato che, nonostante l'aumento della concorrenza in atto, è ancora molto concentrata e del comportamento dei consumatori spesso focalizzati sulla sostenibilità assoluta dell'indebitamento piuttosto che non sul costo del credito comparato a quello di possibili alternative. La redditività è evidenziata dal rendimento del capitale investito. La FIG. 4.5 mostra l'andamento, nel 2001 e 2002, del ROE di alcune delle istituzioni specializzate. Ci sono numerosi esempi di redditività molto elevata anche se, accanto a operatori che offrono tassi di remunerazione del capitale superiori al 20%, compaiono anche operatori che, nonostante le quote di mercato raggiunte, realizzano livelli di remunerazione piuttosto bassi.

TAB. 4.7 – Costi e ricavi di Findomestic e Bipielle Ducato nel 2002
(dati in milioni di euro)

	Findomestic		Bipielle Ducato	
	valori	%	valori	%
Totale proventi di gestione	622,3		198,2	
Totale costi e oneri di gestione	522,5	100,0%	162,3	100,0%
interessi passivi	175,8	33,7%	57,6	35,5%
commissioni passive	67,5	12,9%	29,9	18,4%
<i>per intermediazione su finanziamenti</i>	54,3		24,8	
spese amministrative	202,9	38,8%	42,2	26,0%
<i>spese personale</i>	81,2		20,2	
<i>spese pubblicità e comunicaz. clientela</i>	60,5		2,8	
<i>altre spese</i>	61,1		19,3	
rettifiche di valore	76,2	14,6%	23,4	14,4%
Spese amministrative/Margine lordo	51,0%		38,7%	
Utile/proventi	10,0%		10,5%	

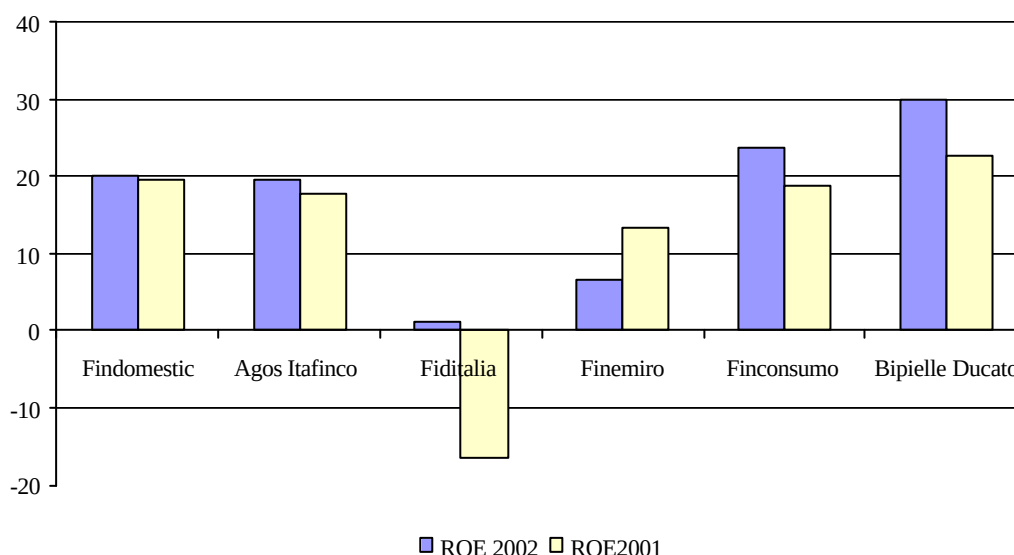
Fonte: nostre elaborazioni su dati di bilancio, 2002.

In assenza di statistiche aggregate del settore, per chiarire le modalità di formazione del risultato di gestione, si è ritenuto di fare riferimento a qualche esempio. Si sono così considerati i conti economici di due operatori del settore. Findomestic Banca Spa e Bipielleducato Spa. Si osserva (TAB. 4.7) che il

tradizionale rapporto di *cost-income* (definito come rapporto tra le spese amministrative e il margine di intermediazione) risulta compreso tra il 40 e il 50%, con valori che sono inferiori a quelli mediamente realizzati dalle banche generaliste (che si aggirano intorno al 60%). Molto più bassa è, rispetto alle banche, l'incidenza del costo del personale, sia per il peso maggiore che rivestono i *dealers*, sia per il minore costo unitario del personale impiegato. Emerge anche la forte incidenza delle rettifiche di valore che assorbono, per entrambi gli operatori, il 12% circa dei proventi lordi, ad indicare l'atteggiamento comune delle società specializzate nel trattamento delle perdite su crediti nel corso dell'esercizio.

E' interessante osservare che i rapporti di *cost-income* risulterebbero più elevati se venissero calcolati utilizzando come denominatore i proventi di gestione al netto delle rettifiche di valore, come sarebbe forse più corretto fare. In questo caso i rapporti di *cost-income* salirebbero per Findomestic al 57% e per Bipielleducato al 44%, valori sempre bassi in valore assoluto, ma più vicini a quelli propri delle banche generaliste.

FIG. 4.5 – La redditività di alcuni operatori specializzati



Fonte: nostre elaborazioni su dati di bilancio, 2002.

4.5 Qualche conclusione

Il settore del credito alle famiglie si presenta oggi come una importante forma di diversificazione dell'attività bancaria, tradizionalmente orientata in prevalenza nei confronti delle imprese. Le statistiche correnti sugli impieghi bancari mostrano che la crescita del credito alle famiglie si sta sviluppando negli ultimi cinque anni a tassi più elevati del credito alle imprese. Il credito alle famiglie propone agli operatori di banca e agli osservatori, questioni sia di prospettiva, sullo sviluppo e sulla redditività, sia anche problemi di gestione legati alla valutazione dei rischi, alla numerosità dei soggetti interessati, alle relazioni di clientela.

In chiusura della rassegna svolta sulle principali caratteristiche del settore, qualche considerazione sullo scenario macroeconomico.

In corrispondenza alla crescita dell'indebitamento delle famiglie e del credito al consumo, le famiglie italiane hanno mostrato una significativa riduzione della loro propensione al risparmio: lo mostrano i dati dell'indagine campionaria di Banca d'Italia. Il consumo delle famiglie italiane sta crescendo più velocemente del reddito disponibile, ma la propensione al risparmio degli italiani rimane ancora elevata, certamente più elevata della propensione al risparmio di altri paesi. Si mantiene la tradizione di un "popolo di risparmiatori". Diverse sono le ragioni che spiegano la riduzione della propensione al risparmio.

Il basso livello dei tassi dell'interesse. A metà degli anni Novanta invece le politiche di stabilizzazione del debito pubblico, in particolare la tensione verso l'allungamento delle scadenze, hanno portato al mantenimento – per un periodo di tempo abbastanza lungo – di tassi d'interesse reali positivi e anche molto elevati. Risparmiare corrispondeva allora a una scelta razionale oltre che ad una inveterata abitudine.

Il cattivo andamento dell'economia. Quando il reddito cala o cresce poco – è questo un teorema tra i più frequentati della teoria economica – la dinamica dei consumi continua sulla base dei trend di crescita del reddito degli anni precedenti: il consumo è più stabile del reddito nel tempo, quindi la propensione al risparmio aumenta quando il reddito accelera, si riduce quando il reddito decelera.

Mutamenti strutturali nei comportamenti. Nella tradizione italiana (e anche di molti altri paesi), la propensione al risparmio non è indipendente dall'età dei componenti della famiglia: risulta, senza incertezze, che il più elevato contributo

alla formazione del risparmio proviene dalle famiglie collocate nella classe di età tra i 40 e i 60 anni. I giovani risparmiano quote più basse del loro reddito e altrettanto fanno gli anziani. Ciò che era vero fino a 10 anni fa non sembra più esserlo ora. L'evidenza empirica dell'ultimo decennio (sono le rilevazioni di Banca d'Italia che lo dimostrano) mostra che le nuove generazioni, quando raggiungono l'età in cui tradizionalmente i loro padri avrebbero aumentato la loro propensione al risparmio, non lo fanno più e continuano a consumare come nei tempi in cui erano più giovani.

Sembra evidente che il ricorso al prestito per finanziare i consumi non è un comportamento che si può associare a chi ha redditi elevati capaci di generare quote elevate di risparmio. I redditi delle classi più giovani stanno crescendo poco e le classi di età intermedie tendono a risparmiare, nell'aggregato, meno di quanto facevano i loro padri. Si creano quindi tutte le premesse perché quote crescenti di famiglie si trovino nella opportunità di ricorrere al debito per perequare l'andamento dei consumi rispetto all'andamento incerto dei redditi. Come nell'esperienza nordamericana, sarà la riduzione della propensione al risparmio la molla maggiore che indurrà le famiglie ad indebitarsi.

La realtà italiana si caratterizza per un altro dato a prima vista peculiare. L'indebitamento delle famiglie è più elevato in quelle aree del paese ove più elevato è il reddito, le stesse aree ove più elevata è la propensione al risparmio. La correlazione tra indebitamento delle famiglie e livello del reddito è tipica di altri paesi ricchi. La correlazione tra indebitamento e propensione al risparmio è invece una anomalia italiana.

Si osserva anche che l'indebitamento delle famiglie nelle aree del Mezzogiorno è sostenuto soprattutto dal credito al consumo erogato da imprese specializzate essendo particolarmente basso il credito erogato dalle banche generaliste (per prestiti personali e per mutui all'acquisto delle abitazioni). In sintesi, al Centro-Nord si può dire che le banche generaliste prestano alle famiglie per l'acquisto della casa mentre nel Sud e nelle Isole le strutture specializzate prestano alle famiglie per il sostegno dei consumi.

Le prospettive delineate sopra pongono qualche problema a chi dovrà gestire il credito al consumo nel futuro. La riduzione della propensione al risparmio è certamente elemento che aumenta il grado di rischio medio dei prestiti anche se, per gli elevati livelli che essa mantiene in Italia, la soglia di rischio è



certamente ancora lontana. Il problema di valutare gli aspetti strategici di questa attività per quanto riguarda sia i differenziali tra Nord e Sud, sia le prospettive future, rimane però all'attenzione del management degli organismi finanziari interessati al settore.

5. STRUMENTI FINANZIARI E GESTIONE DEL RISPARMIO*

I mercati degli strumenti finanziari nel corso del 2003 hanno iniziato a mostrare qualche segnale di ripresa: un maggior volume di risorse fresche è affluito alle società quotate; il volume degli scambi di titoli quotati è leggermente aumentato rispetto all'anno precedente e anche il comparto del risparmio gestito ha evidenziato una performance positiva in termini sia di raccolta sia di patrimonio gestito.

Il quadro non è stato tuttavia privo di ombre. Per quanto riguarda le risorse canalizzate attraverso i mercati gestiti da Borsa Italiana, alcuni degli aumenti di capitale sono stati motivati da esigenze di risanamento di situazioni finanziarie pesanti oltre che di raccolta di risorse destinate allo sviluppo. Il flusso delle offerte pubbliche iniziali destinate alla quotazione è poi rimasto molto contenuto. Con riferimento al risparmio gestito, invece, se da un lato si è arrestata l'emorragia di risorse, dall'altro *l'asset allocation* adottata dai sottoscrittori di fondi resta ancora molto sbilanciata verso gli investimenti con contenuto di rischio basso oppure nullo. Dopo l'analisi congiunturale, la seconda parte di questo capitolo presenta una sintesi delle principali innovazioni introdotte con la Direttiva 2001/108/CE in materia di OICVM.

5.1 Il ricorso delle imprese al mercato dei capitali

Nel corso dell'anno 2003 il volume complessivo di risorse fresche canalizzate da Borsa Italiana SpA, 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 12.643 milioni di euro, in sensibile aumento (+92%) rispetto ai 6.582 milioni di euro dell'anno precedente (TAB. 5.1).

Le Opvs hanno consentito una raccolta complessiva in linea con quella registrata l'anno precedente (2.800 milioni di euro contro i 2.890 del 2002), mentre gli aumenti di capitale hanno realizzato una raccolta in sensibile incremento (9.843 contro 3.693 milioni di euro). Del totale delle risorse complessivamente canalizzate dalla Borsa Italiana, il 77,9% è pertanto attribuibile

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

ad aumenti di capitale (l'anno precedente gli aumenti di capitale avevano rappresentato il 56,0% del totale delle risorse raccolte). Con riferimento alla ripartizione per segmenti di mercato (Borsa, Mercato Expandi e Nuovo Mercato), si osserva il grande rilievo della Borsa sia per gli aumenti di capitale (con il 94% del totale delle risorse raccolte) sia per le Opvs (nessuna operazione ha riguardato mercati diversi dalla borsa).

Per quanto riguarda gli aumenti di capitale, la raccolta di 9.843 milioni di euro è avvenuta a fronte di 28 operazioni. In aumento (+71%) è risultata la dimensione media delle operazioni (352 milioni di euro contro i 205 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 2% a fine 2003; l'incidenza in rapporto agli scambi è invece passata da 0,6% nel 2002 a 1,4% nel 2003.

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

	2002	2003
Aumenti di capitale di soc. quotate		
numero operazioni	18	28
denaro raccolto (milioni)	3.693	9.843
Importo medio (milioni)	205,1	352
In % della capitalizz. di fine periodo	0,8%	2,0%
In % degli scambi del periodo	0,6%	1,4%
Offerte pubbliche di vendita/sottoscr.		
numero operazioni	9	6
denaro raccolto (milioni)	2.901	2.800
Importo medio (milioni)	322,3	466,6
In % della capitalizz. di fine periodo	0,6%	0,6%
In % degli scambi del periodo	0,5%	0,4%

Fonte: Borsa Italiana e nostre elaborazioni.

Con riferimento alla distribuzione settoriale, le maggiori operazioni hanno riguardato titoli industriali e finanziari (Edison, raccolta 2.095 milioni di euro; da segnalare inoltre le operazioni che hanno riguardato il gruppo Fiat con Fiat 1.836 milioni di euro, Ifil 502 milioni, Ifi 207 milioni) e bancari-assicurativi (Banca Popolare di Lodi, raccolta 791 milioni, Unipol 860 milioni, Banca Antonveneta 544 milioni).

In diverse operazioni le percentuali di inoptato sono risultate decisamente elevate (Gandalf 98,6%, Stayer e Edison 19,7%, SSLazio 21,7%, Aissoftware 9,9%, Meliorbanca 17,5%).

Nel corso del periodo esaminato (TAB. 5.1) il processo di ingresso sul mercato di nuove società ha prodotto risultati quantitativamente poco rilevanti: si sono osservate solo 4 operazioni di Opvs finalizzate alla quotazione (Meta, Hera, Isagro e Trevisan), per complessivi 550 milioni di euro (contro le 6 operazioni per 992 milioni di euro nel 2002 e 20 operazioni per complessivi 6.981 milioni di euro del 2001).

Per effetto della dinamica di nuove quotazioni (9 in Borsa, 1 sia sul Nuovo Mercato sia sul Mercato Expandi) e cancellazioni (21 in Borsa, 3 sia sul Nuovo Mercato sia sul Mercato Expandi) il numero di società quotate in borsa è risultato a fine 2003 in riduzione di 12 unità rispetto a fine anno precedente (225 contro 237, di cui, in entrambe le date, 6 estere), quelle quotate sul Nuovo Mercato sono passate da 45 a fine 2002 a 43, mentre sono passate da 13 a 11 quelle quotate al mercato Expandi. Nonostante le riduzioni del numero di società quotate e grazie al positivo andamento dei corsi azionari, la capitalizzazione delle società quotate sui mercati gestiti da Borsa Italiana Spa è aumentata dal 6,4%, attestandosi a fine 2003 a 487,4 miliardi di euro. Ulteriore 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 2.594 a fine 2003, mentre rimane stabile il numero di obbligazioni quotate (395 contro le 392 di fine 2002). Un aumento ha inoltre interessato il numero degli ETF quotati (Exchange Traded Funds, introdotti sul mercato italiano nel settembre 2002) che sono passati da 8 a fine 2002 a 13 a fine 2003.

5.2 La gestione del risparmio

Gli elementi di preoccupazione che ancora continuano a caratterizzare i mercati finanziari hanno inciso in misura relativamente contenuta sulla dimensione della nostra industria del risparmio gestito: il patrimonio dei fondi comuni è cresciuto (+8,6%) a fronte di una raccolta netta ritornata di segno positivo dopo due anni di valori negativi; analogo andamento si registra per il patrimonio delle gestioni patrimoniali (Gpm), con una raccolta netta che si mantiene sostanzialmente in linea con quella del 2002.

Il perdurare dello stato di incertezza sulla congiuntura economica e sull'evoluzione dei mercati finanziari (azionari e obbligazionari) ha confermato il *trend* di spostamento delle preferenze degli investitori, anche nell'ambito del risparmio gestito, verso forme di investimento aventi minor grado di rischio.

TAB. 5.2 – Composizione percentuale del portafoglio dei fondi comuni e delle GPM

	1999	2000	2001	2002	2003 (1)
Fondi Comuni					
Titoli di Stato	36,1	30,2	33,2	40,9	41,8
di cui: BOT	1,6	1,0	3,8	5,4	8,7
BTP	20,5	20,2	20,6	21,4	18,5
CCT	8,5	6,1	7,1	10,7	11,2
Obbligazioni	26,0	26,8	32,0	33,0	32,3
- italiane	1,8	2,1	2,9	3,3	3,3
- estere	24,2	24,7	29,1	29,7	29,0
Azioni	37,8	43,0	34,8	26,1	25,9
- italiane	10,0	10,6	7,0	5,7	5,0
- estere	27,8	32,4	27,8	20,4	20,9
Altre attività finanziarie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totale attività finanziarie	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
GPM					
Titoli di Stato	31,4	25,8	31,2	37,1	34,3
di cui: BOT	1,2	0,5	0,6	1,1	1,8
BTP	17,4	16,2	21,2	22,5	20,1
CCT	9,2	7,1	7,7	11,4	10,1
Obbligazioni	10,2	10,5	12,9	16,0	19,4
- italiane	4,2	5,5	8,4	10,0	12,2
- estere	6,0	5,0	4,5	6,0	7,2
Azioni	8,9	8,3	7,3	4,9	4,3
- italiane	6,0	5,8	5,3	3,3	3,0
- estere	2,9	2,5	2,0	1,6	1,3
Altre attività finanziarie	0,7	1,2	0,6	0,5	0,5
Quote di fondi	48,8	54,2	48,0	41,5	41,5
- italiani	42,5	44,8	35,6	28,9	31,2
- esteri	6,3	9,4	12,4	12,6	10,3
Totale attività finanziarie	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: nostra elaborazione su dati Banca d'Italia;

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

Come è rilevabile dalla TAB. 5.2, il portafoglio complessivo dei fondi comuni vede infatti il rafforzamento della quota investita dai gestori in titoli di stato (che si attesta a fine 2003 al 41,8% del patrimonio), e tra questi assume un peso sempre più rilevante l'investimento in titoli a breve (dall'1,6% di fine 1999 all'8,7% di fine 2003); nel caso delle obbligazioni e delle azioni si nota una

sostanziale tenuta: il 32,3% del patrimonio di fine 2003 per le obbligazioni e il 25,9% per le azioni. Per quanto riguarda il portafoglio delle gestioni patrimoniali, rispetto alla fine del 2002, si osserva unicamente uno spostamento degli investimenti (benché marginale) dai titoli di stato (ora pari al 34,3%) alle obbligazioni (19,4%), mentre resta di fatto invariato il peso degli investimenti sia in azioni (il 4,3%) sia in quote di fondi comuni (41,5%). Lo spostamento verso investimenti in obbligazioni appare probabilmente in parte sovrastimato se si considera che i dati relativi alle gestioni patrimoniali sono aggiornati a fine settembre 2003 e, quindi, non hanno ancora risentito degli effetti generati dagli eventuali che hanno caratterizzato i mercati finanziari negli ultimi mesi del 2003.

La raccolta del risparmio da parte dei fondi comuni italiani. Nel corso del 2003 la raccolta netta dei fondi comuni di investimento gestiti da intermediari italiani è stata positiva per 17.528 milioni di euro (contro una raccolta negativa per 4.000 milioni di euro nell'intero 2002). 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: -1.203 milioni di euro per i fondi azionari (-9.203 milioni l'intero anno precedente); -6.008 milioni di euro per i fondi bilanciati (-12.283 milioni nell'intero 2002); +10.697 milioni per i fondi obbligazionari (-14.958 milioni nell'intero 2002). I fondi di liquidità hanno avuto una raccolta positiva per 15.915 milioni (+29.935 milioni nell'intero 2002) mentre per quelli flessibili la raccolta è stata positiva per 2.676 milioni di euro (+2.414 milioni nell'intero 2002).

La dinamica della raccolta netta, misurata in percentuale del patrimonio gestito di fine periodo precedente, mostra (TAB. 5.3) valori pari a -1,2% per i fondi azionari, -14,7% per i fondi bilanciati, +4,8% per i fondi obbligazionari, +19,4% per i fondi di liquidità e +32,5% per i fondi flessibili. A livello complessivo, il contributo apportato dalla raccolta netta rispetto al patrimonio netto gestito a fine 2002 è stato pari a +4,4%.

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

Categorie di fondi	2002	2003
valori assoluti (in milioni di euro)		
Azionari	-9.203	-1.203
Bilanciati	-12.283	-6.008
Obbligazionari	-14.958	10.697
Liquidità	29.935	15.915
Flessibili	2.414	2.676
Totale	-4.096	-1.203
in % patrimonio fine periodo precedente		
Azionari	-5,87%	-1,16%
Bilanciati	-20,53%	-14,66%
Obbligazionari	-6,34%	4,80%
Liquidità	59,87%	19,37%
Flessibili	38,98%	32,51%
Totale	-0,78%	-1,11%

Fonte: Assogestioni e nostre elaborazioni.

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 497.654 milioni di euro a fine 2003 (+8,6%). 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 +8,2% per i fondi azionari, a -12,4% per i fondi bilanciati, a +4,6% per i fondi obbligazionari, a +28,8% per i fondi di liquidità e a +26,5% per i fondi flessibili.

Per quanto riguarda l'*asset allocation* complessiva, i fondi obbligazionari hanno registrato un lieve aumento (a fine 2003 rappresentavano il 46,8% del patrimonio complessivo contro il 48,7% a fine 2002 e il 46,4% a fine 2001); i fondi azionari una sostanziale stabilità (a fine 2003 il loro peso era pari al 22,6% contro il 22,7% a fine 2002 e il 30,8% a fine 2001), mentre una riduzione significativa è stata sperimentata dai fondi bilanciati (il cui peso si è ridotto al 7,2% del totale a fine 2003 contro l'8,9 % a fine 2002 e l'11,8% a fine 2000). Per contro è esplosa l'incidenza dei fondi di liquidità, (che era pari al 21,3% a fine 2003, al 17,9% a fine 2002 e al 9,8% a fine 2001) e un marginale aumento ha registrato l'incidenza dei fondi flessibili al 2,1% (1,8% a fine 2002 e 1,2% a fine 2001). Si può notare come l'*asset allocation* continui a rimanere molto

conservativa, nonostante i significativi segnali di ripresa fatti registrare dai mercati azionari. Tale tendenza pare da attribuire ad una certa vischiosità del comportamento dei sottoscrittori di fondi comuni, che paiono assumere le loro decisioni di *asset allocation*, oltre che guardando prevalentemente ai rendimenti passati, anche con un certa lentezza di risposta al cambiamento dei differenziali di rendimento tra le diverse *asset class*.

La concentrazione del settore, calcolata a livello di gruppo, è rimasta stabile nel corso del 2003 e vede i primi 3 gruppi (rispettivamente SanPaolo-Imi con il 21,03%, Intesa con il 16,99% e UniCredito con il 13,88%), detenere a fine anno il 51,90% 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 6,08% e Arca con il 4,94%) rappresentavano il 62,92% (contro il 62,7% detenuto dalle stesse società a fine 2002).

5.3 Gli scambi di titoli quotati

Il controvalore degli scambi di titoli trattati sui mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana SpA ha mostrato nel 2003 un lieve progresso rispetto a quanto osservato l'anno precedente.

Per quanto riguarda gli scambi di azioni quotate (TAB. 5.4), si è osservata una sostanziale stabilità del controvalore scambiato, pari nel 2003 a 581 miliardi di euro, con una media giornaliera pari a 2.248 milioni di euro, (con una variazione trascurabile rispetto ai 2.247 milioni di euro del 2002). Il mercato ristretto (da inizio dicembre trasformato in Expandi) ha evidenziato una significativa ripresa del volume di attività (+36% in media giornaliera) come pure il controvalore degli scambi del Nuovo Mercato (+33% in media giornaliera rispetto all'anno precedente).

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

Strumento	2002	2003
Azioni italiane borsa	562.270	566.482
Azioni italiane m. Expandi	287	390
Azioni italiane NM	10.384	13.831
Totale azioni	572.940	580.703
Warrant	721	426
Covered warrant	18.284	10.833
Obbl.convertibili	1.706	1.569
Fondi Chiusi	68	124
Fondi Aperti e ETF	206	1.469
Diritti	119	543
Obbligazioni	10.889	12.544
Tit. Stato (Mot)	150.879	133.834
<i>Strumenti derivati</i>		
Fib30:		
Num. contratti	4.877.464	4.263.886
val. scambi	673.836	527.024
Mini-Fib:		
Num. contratti	2.132.937	2.570.238
val. scambi	58.078	63.411
Futures su azioni		
Num. contratti	59.853	468.083
val. scambi	328	2.050
Mibo30:		
Num. contratti	2.588.402	2.505.351
val. scambi	176.513	153.998
Isoalfa:		
Num. contratti	7.587.199	7.924.078
val. scambi	34.879	30.940

Fonte: 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 ha continuato a mantenersi sui livelli elevati registrati l'anno precedente ed è stato nel periodo in esame pari al 120% (127% nel 2002 e 93% del 2001); per il Nuovo Mercato lo stesso coefficiente è stato pari a 188%.

Il mercato dei *covered warrant* ha invece mostrato una importante flessione (-41%), in media giornaliera (pari a 43 milioni di euro), rispetto al livello, pari a 72,6 milioni di euro, osservato nel 2002.

Per quanto riguarda gli scambi di strumenti a reddito fisso trattati sul Mot, un apprezzabile aumento degli scambi ha interessato le obbligazioni (50 milioni di euro in media giornaliera, contro i 43 dell'anno precedente: +15%) mentre si è

osservata una flessione (-11%) degli scambi su titoli di Stato, pari nel periodo a 531 milioni di euro in media giornaliera (contro i 599 milioni dell'anno precedente).

Il valore degli scambi sul contratto Fib30 è stato pari a 527.024 milioni di euro, con media giornaliera (in calo del 21,8% rispetto all'anno precedente) pari a 2.091 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 63.411 milioni di euro, è risultato in aumento (+9,2% in media giornaliera, passata da a 230 a 252 milioni di euro).

Una flessione (-12,8%) ha interessato anche gli scambi di opzioni sull'indice Mib30 (contratto Mibo30) con un controvalore medio scambiato giornalmente passato da 700 milioni di euro nel 2002 a 611 milioni nel periodo in esame. Dello stesso ordine di grandezza è stata la riduzione del livello di attività (-11,3%) 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 122,8 milioni (ma il livello di attività media faceva segnare 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 468.000 contratti per un controvalore complessivo pari a 2.050 milioni di euro. La media giornaliera degli scambi è poco meno che triplicata, passando da 2,9 milioni di euro a 8,1 milioni.

Il 1° dicembre 2003 è stato lanciato da Borsa Italiana il mercato Expandi, evoluzione del mercato ristretto e dedicato alle piccole imprese, con funzioni di acclimatamento verso il mercato principale. I principali requisiti di accesso al mercato Expandi sono:

- capitalizzazione minima pari a 1 milione di euro;
- flottante minimo pari al 10% (con controvalore minimo di 750.000 euro);
- presenza di almeno due bilanci di cui l'ultimo certificato;
- possesso di adeguati indicatori economico-finanziari negli ultimi due esercizi precedenti la quotazione (risultato ordinario consolidato e risultato netto - sia civilistico consolidato - positivo e un rapporto debito finanziario netto/margine operativo lordo consolidato inferiore a 4; il risultato netto dell'ultimo esercizio inoltre deve essere almeno pari a 100.000 euro).

Sul mercato Expandi la negoziazione si svolge con due aste al giorno, al fine di concentrare la (presumibilmente scarsa) liquidità esistente; tuttavia, se la società è assistita da uno specialista a sostegno della liquidità dei suoi titoli, essa può chiedere l'attivazione della negoziazione continua.

5.4 La direttiva 2001/108/CE in materia di OICVM "armonizzati"

Inizialmente destinata ad estendere il campo di applicazione della direttiva 85/611/CEE (concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari, detti "OICVM") ad altri tipi di organismi di investimento collettivo – con lo scopo di eliminare gli ostacoli alla libera circolazione transfrontaliera delle quote o azioni degli stessi, accrescendone il rendimento e la competitività – la direttiva 2001/108/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 gennaio 2001¹ (c.d. "Direttiva 108") persegue tre obiettivi principali.

In primo luogo, interviene a modificare talune restrizioni poste agli OICVM in materia di investimenti. In particolare, la Direttiva 108 autorizza l'investimento degli attivi in strumenti finanziari, anche diversi dai "valori mobiliari", purché sufficientemente liquidi, quali le parti di altri organismi di investimento collettivo, gli strumenti del mercato monetario, i depositi bancari, le opzioni ed i contratti derivati anche non standardizzati (trattati over the counter).

Allo scopo di elencare i beni in cui possono investire gli OICVM, la Direttiva 108 introduce una definizione tassonomica di "valori mobiliari", dove sono annoverate innanzitutto le azioni ed altri valori assimilabili ad azioni, purché diversi dai titoli partecipativi emessi da organismi costituiti nella forma di "building society" e "industrial and provident society", la cui proprietà non sia in concreto trasferibile (salvo riacquisto da parte dell'organismo emittente). La ragione di tale esclusione è da rinvenirsi nella sostanziale illiquidità di questi strumenti, che mal si concilia con gli obblighi di rimborso delle quote propri degli organismi in esame; un ulteriore ostacolo all'utilizzo di siffatti titoli partecipativi è rappresentato dalla difficoltà ad ottenerne una valorizzazione affidabile in

¹ In Gazzetta ufficiale n. L 041 del 13/02/2002 pag. 0035 – 0042.

occasione del calcolo del valore netto delle quote dell'OICVM acquirente (almeno quindicinale).

Rientrano nella definizione di “valori mobiliari” anche le obbligazioni ed altri titoli di credito, nonché qualsiasi altro valore negoziabile che permetta di acquisire i predetti valori mobiliari mediante sottoscrizione o scambio. Restano invece esclusi le tecniche e gli strumenti aventi come sottostante beni diversi da quelli sopra elencati. In aggiunta ai “valori mobiliari”, il legislatore comunitario riconduce nell'alveo dei beni che possono costituire oggetto di investimento gli “strumenti del mercato monetario”, tra i quali fa rientrare quei valori mobiliari che di norma non sono trattati sui mercati regolamentati, ma sono negoziati sul mercato monetario (come ad esempio i buoni del Tesoro e degli enti locali, i certificati di deposito, le polizze di credito commerciale, le “medium term notes” e le accettazioni bancarie).

La Direttiva 108 persegue inoltre l'obiettivo di consentire l'investimento in parti di OICVM e/o di altri organismi di investimento collettivo di tipo aperto, a condizione che investano anch'essi nelle attività finanziarie liquide sopra indicate e che operino in base al principio della ripartizione dei rischi. Tale attività di investimento è inoltre subordinata ad una serie di ulteriori condizioni di liceità (di cui si dirà più avanti), al fine primario di assicurare che il livello di protezione degli investitori non sia per ciò stesso frustrato. In quest'ottica, la Direttiva 108 detta anche limiti di rango eminentemente quantitativo all'investimento in altri organismi, nell'intento di prevenire il fenomeno della “cascata di fondi”.

Viene altresì sancita la facoltà di tutti gli OICVM di effettuare depositi bancari, a condizione che sia assicurata la necessaria liquidità degli stessi (cioè che l'OICVM effettui depositi a vista o conservi la facoltà di richiedere la restituzione del deposito prima della scadenza del termine o del preavviso). Oltre alla disponibilità del credito per l'OICVM depositante, è anche necessario che l'istituto presso il quale sono effettuati i depositi sia soggetto a norme prudenziali equivalenti a quelle ordinariamente stabilite dalla legislazione comunitaria, così da mettere l'OICVM al riparo dal rischio di inadempimento dell'obbligo di restituzione². Per espressa indicazione del legislatore comunitario, il riconoscimento della facoltà di detenzione a titolo accessorio di tali attività liquide

² Appare sostanzialmente rispondente a tale previsione la limitazione, imposta dal nostro ordinamento, di effettuare depositi bancari presso le sole banche aventi sede in uno Stato membro dell'Unione Europea ovvero in un paese appartenente al “Gruppo dei dieci”.

appare giustificato, *in primis*, in relazione alla necessità degli OICVM di far fronte a pagamenti correnti o eccezionali; più in generale, i depositi bancari possono costituire un valido investimento per gli OICVM che intendano investire la liquidità residua in valori mobiliari, strumenti del mercato monetario e/o altre attività finanziarie previste dal regolamento di gestione ma che - a causa di condizioni sfavorevoli del mercato o altre ragioni e per un periodo di tempo strettamente necessario ad individuare investimenti opportuni - non siano in condizioni di farlo senza svantaggiare l'andamento della gestione.

Ulteriore obiettivo della Direttiva 108 è la revisione di talune disposizioni in materia di tecniche di gestione, al fine di tenere conto dell'evoluzione del mercato dal 1985 ad oggi.

In terzo luogo, la Direttiva 108 si propone di porre rimedio al talvolta opaco dettato precettivo della Direttiva 85/611/CEE, eliminando in radice la possibilità di interpretazioni disomogenee ad opera degli Stati membri.

5.4.1 Le disposizioni sull'acquisto di altri OICVM

Appare di particolare interesse l'indagine di talune innovazioni in ordine all'oggetto dell'attività di investimento degli OICVM. Come anticipato, per effetto della cornice normativa tracciata dal *corpus* delle disposizioni in esame, gli attivi di un fondo comune o di una società di investimento comunitari possono essere investiti, anche in misura prevalente, in parti di OICVM rientranti nel campo di applicazione della direttiva 85/611/CEE ovvero in organismi di investimento collettivo diversi, anche non situati in uno Stato membro dell'Unione, subordinatamente al rispetto di talune condizioni di liceità.

Innanzitutto, gli organismi diversi dagli OICVM devono essere assoggettati ad una vigilanza che possa ritenersi equivalente a quella stabilita dalla legislazione comunitaria: il giudizio di conformità è rimesso alle autorità competenti per gli OICVM nei singoli Stati membri, che a tal fine sono altresì chiamate a vagliare l'esistenza di idonee forme di cooperazione con le autorità del Paese in cui abbia sede l'organismo *target*. La prospettiva di assimilazione delle parti di OICVM ad altri organismi postula evidentemente la necessità di maggiore prudenza in relazione a prodotti sottratti all'intenso controllo di tipo autorizzativo prescritto per gli OICVM, in funzione delle diffuse esigenze di tutela dei risparmiatori che vi sono correlate.

In secondo luogo, la Direttiva 108 prescrive che il livello di protezione garantito ai detentori di quote dell'organismo oggetto dell'investimento debba essere equivalente a quello previsto per i detentori di quote dell'OICVM acquirente. Tale requisito di compatibilità strutturale induce ad interrogarsi sull'esatta collocazione del perimetro "ontologico" degli organismi suscettibili di investimento da parte degli OICVM. La prescrizione di un analogo livello di protezione sembra innanzitutto fondato sulla constatazione che - ove non fosse assicurata la totale indifferenza delle vicende patrimoniali dell'organismo collettivo rispetto a quelle del soggetto deputato alla gestione dello stesso - i partecipanti si esporrebbero, oltre che al tipico rischio correlato alle caratteristiche finanziarie del prodotto acquisito, ad un ulteriore rischio creditizio nei confronti dell'intermediario gerente. Inoltre, si deve ritenere che il legislatore comunitario abbia inteso precludere l'investimento in gestioni collettive che facciano ricorso alla leva finanziaria, assumendo impegni eccedenti il patrimonio netto ed inducendo, in tal modo, un rischio di insolvenza potenzialmente maggiore di quello proprio degli OICVM. E' peraltro evidente che la discrezionalità rimessa al legislatore nazionale nell'attuare tale regolamento di confini può portare a soluzioni attuative difformi tra gli Stati membri, svantaggiando gli OICVM istituiti negli ordinamenti che adottino l'interpretazione più rigorosa.

In terzo luogo, l'operatività degli organismi di investimento collettivo diversi dagli OICVM deve costituire l'oggetto di relazioni semestrali e annuali che consentano una valutazione delle attività e delle passività, del reddito e delle operazioni compiute nel periodo di riferimento, al pari di quanto prescritto per gli OICVM stessi.

Infine, il dettato regolamentare del fondo (o gli atti costitutivi della società di investimento) di cui si prospetta l'acquisizione deve prevedere che non oltre il 10 % delle attività possa essere complessivamente investito in quote di altri OICVM od organismi di investimento collettivo. Quest'ultima disposizione mira a scongiurare il fenomeno della cosiddetta "cascata di fondi", in cui l'organismo *target* sia a sua volta investito in misura rilevante in altri organismi di investimento collettivo, vanificando in tal modo la possibilità per l'OICVM acquirente di esercitare un accurato controllo sulla natura ed i rischi connessi ai titoli partecipativi acquisiti. Trattasi di un'impostazione condivisibile, se si tiene presente l'ulteriore requisito - che permea l'intera materia degli investimenti

consentiti - della conformità delle posizioni di rischio assunte rispetto agli obiettivi di investimento dell'OICVM acquirente ed al generale profilo di rischio del suo portafoglio. Il controllo sulla politica di gestione dell'organismo *target* deve peraltro limitarsi al riscontro formale del relativo dettato regolamentare (o, nell'ipotesi di organismo avente forma statutaria, dei relativi atti costitutivi), cosicché deve ritenersi che l'applicazione concreta di questa previsione possa originare questioni applicative di difficile soluzione, soprattutto qualora tale politica si connoti per la spiccata discrezionalità del gestore nella scelta degli investimenti. Va peraltro evidenziato che la portata di tale impostazione - volta a garantire un controllo solo "formalistico" delle caratteristiche degli strumenti che l'OICVM intenda acquisire - appare sostanzialmente in linea con la più generica facoltà riconosciuta agli Stati membri di consentire che le attività in cui sono investiti gli organismi *target* non vengano prese in considerazione ai fini della verifica dei limiti d'investimento previsti per gli altri strumenti finanziari. E' da auspicare che anche il legislatore nazionale faccia ricorso a tale facoltà derogatoria, che - lungi dal consentire un aggiramento dei limiti in materia di contenimento e frazionamento del rischio - prende atto dell'oggettiva difficoltà, per gli OICVM acquirenti, di approntare efficaci meccanismi di controllo sull'attività gestoria in concreto posta in essere dai veicoli partecipati.

E' altresì interessante notare come - anche ai fini della disciplina dei limiti di concentrazione dei rischi - le disposizioni in oggetto confermino piena autonomia concettuale alle parti di OICVM ed agli organismi di investimento collettivo ad essi assimilabili rispetto al *genus* dei valori mobiliari non quotati (cioè non ammessi alla quotazione, né in concreto negoziati su un mercato regolamentato), per i quali è stato mantenuto il limite del 10% degli attivi dell'OICVM acquirente. Tale impostazione non sembra peraltro postulare un diverso regime disciplinare a seconda che le parti di organismi di investimento d'interesse collettivo siano o meno quotati. Più in dettaglio, un OICVM può acquisire parti di altri OICVM e/o organismi di investimento collettivo ad essi assimilati (secondo quanto in precedenza indicato), a condizione che non più del 10 % delle sue attività sia investito nelle parti di uno stesso OICVM od organismo affine. E' tuttavia riconosciuta la facoltà degli Stati membri di elevare questo limite ad un massimo del 20% degli attivi in gestione. Inoltre, a conferma della maggior prudenza del legislatore comunitario, è prescritto che per organismi

diversi dagli OICVM l'investimento non possa in alcun caso superare il 30% delle attività dell'OICVM stesso.

Infine, la Direttiva 108 ha dettato specifiche norme volte a sterilizzare gli OICVM dal rischio di possibili conflitti di interessi insiti nella scelta degli organismi oggetto di investimento. E' infatti disposto che, allorché un OICVM acquisti parti di altri organismi di investimento collettivo gestiti, direttamente o in forza di apposita delega, dalla stessa società di gestione o da qualsiasi altra società con la quale la società di gestione sia collegata mediante gestione o controllo comuni o grazie ad una partecipazione diretta o indiretta rilevante, la società di gestione o tale altra società non possano applicare diritti di sottoscrizione o di rimborso per gli investimenti dell'OICVM nelle predette parti. Ulteriori norme disciplinano i requisiti di trasparenza applicabili in relazione ad ipotesi di cospicuo investimento in organismi "collegati": in particolare, un OICVM che investa in misura rilevante le proprie attività in altri OICVM e/o organismi di investimento collettivo deve indicare nel prospetto l'ammontare massimo delle commissioni di gestione che possono essere imputate sia al suo patrimonio, sia agli altri OICVM e/o organismi di investimento collettivo nei quali intende investire. Della percentuale massima delle spese di gestione sostenute e di quelle relative agli organismi di investimento collettivo nei quali investe deve, inoltre, essere data apposita indicazione nella relazione annuale dell'OICVM. E' forse opportuno evidenziare come, sotto la lente del legislatore italiano, la portata innovativa di tali norme possa apparire alquanto modesta: l'investimento in organismi collegati ha costituito, infatti, l'oggetto di appositi interventi normativi, che - pur senza introdurre limiti quantitativi di sorta in relazione a questa tipologia di investimenti - vi hanno abbinato un regime commissionale anche più rigoroso di quello sopra descritto³.

5.4.2 Le disposizioni sui limiti all'utilizzo di strumenti finanziari derivati

La Direttiva 108 contiene significative innovazioni in tema di utilizzo di strumenti finanziari derivati. E' innanzitutto previsto che, allo scopo di conseguire

³ In particolare, il provvedimento del Governatore della Banca d'Italia del 20 settembre 1999 dispone che - oltre al divieto di far gravare sul patrimonio dell'organismo acquirente spese e diritti di qualsiasi natura relativi alla sottoscrizione e al rimborso degli organismi collegati - la parte delle attività investita in siffatti organismi non possa essere considerata ai fini del computo delle commissioni di gestione.

l'obiettivo finanziario stabilito o il profilo di rischio indicato nel prospetto, gli OICVM siano genericamente autorizzati - nel quadro della loro politica generale di investimento e/o a fini di copertura - ad investire in strumenti finanziari derivati. Tale previsione è volta a riconoscere un pieno statuto giuridico tanto agli strumenti derivati uniformi trattati sui mercati regolamentati, compresi gli strumenti equivalenti che danno luogo ad un regolamento in contanti, quanto agli strumenti derivati *over the counter* ("OTC").

In relazione alla natura di tali contratti, si deve ritenere che ogni Stato membro possa autonomamente decidere se qualificare positivamente il tessuto negoziale ipotizzato in tale locuzione (unitamente al relativo costrutto giuridico)⁴. Va tuttavia evidenziato che la scelta del legislatore comunitario di rinunciare, con riguardo ai derivati, alla certezza classificatoria, è il risultato di una progressiva ed incessante sofisticazione della pattuizione in parola, che più di ogni altro contratto atipico ha veicolato le innovazioni della moderna ingegneria finanziaria ed appare oggi, pertanto, ontologicamente refrattaria a catalogazioni sistematiche.

Nessun dubbio può sorgere, tuttavia, sulla circostanza che il legislatore comunitario, con tale previsione, abbia inteso ricomprendere, in via globale e necessariamente approssimata, tutti quei contratti sinallagmatici ad esecuzione differita, di natura finanziaria, che "insistono" sulla valorizzazione di altri beni, quali valute, tassi di interesse, tassi di cambio, indici di borsa. Quanto alla funzione economica dei derivati, la Direttiva 108 sembra voler abbracciare sia quella protettiva (ascrivibile al termine "copertura") sia quella speculativa (insita nel conseguimento dell'obiettivo di investimento previsto nel prospetto): nel primo caso, il derivato è utilizzato con finalità di "controllo" delle fluttuazioni di valore della grandezza economica sottostante; nel secondo caso, il derivato persegue un obiettivo di profitto (non già di consolidamento del valore dell'attività finanziaria che ne è oggetto). Occorre peraltro fugare *in limine* un pericoloso equivoco, sulla circostanza che la Direttiva 108 possa aver operato una distinzione "istituzionale" tra derivati aventi una funzione protettiva e derivati aventi funzione speculativa, trattandosi di finalità che possono individualmente

⁴ Una sommaria classificazione dei singoli strumenti finanziari derivati si trova nell'articolo 1, comma I, del decreto 415/1996 di recepimento della direttiva 93/22/CEE relativa ai servizi di investimento del settore dei valori mobiliari (comunemente noto come "decreto Eurosim") e nelle corrispondenti norme del decreto 58/1998 ("Testo Unico della Finanza"), nel quale il decreto Eurosim è pressoché integralmente rifuuto.

sussistere ovvero difettare o, ancora, presentarsi congiuntamente, senza che sia lecito desumerne una partizione rilevante ai fini civilistici. Quale che sia la funzione economica dei contratti derivati, è tuttavia indubbio che la Direttiva 108 ne abbia presupposto la naturale vocazione ad impiegare l'alea quale mezzo per conseguire le predette finalità.

A fronte di tale generica autorizzazione, infatti, sono stati introdotti appositi vincoli di ordine quantitativo, informati al principio secondo cui solo l'equilibrio patrimoniale dell'OICVM può garantire l'effettiva protezione degli interessi dell'investitore: tali norme sono principalmente volte a governare ragionevolmente il rischio massimo potenziale connesso agli strumenti derivati, in modo tale che in nessun caso esso possa superare il valore netto totale del portafoglio. Va altresì rilevato che la Direttiva 108 individua una serie di altre condizioni cui è subordinato l'utilizzo di derivati: in primo luogo, l'attività sottostante deve consistere in "valori mobiliari" o "strumenti del mercato monetario", indici finanziari, tassi di interesse, tassi di cambio o valute nei quali l'OICVM possa investire in base agli obiettivi indicati nel proprio regolamento; in secondo luogo, le controparti di tali contratti devono essere istituti soggetti a vigilanza prudenziale e appartenenti alle categorie approvate dalle autorità competenti per gli OICVM; gli strumenti derivati OTC devono inoltre costituire l'oggetto di una valutazione affidabile e verificabile su base quotidiana e devono dimostrarsi suscettibili - in qualsiasi momento ed al loro equo valore - di risoluzione, liquidazione o estinzione anticipata da parte dell'OICVM.

Per garantire la consapevolezza costante nell'investitore dei rischi e degli impegni connessi con tali operazioni in derivati ed assicurare l'osservanza da parte degli OICVM dei limiti in materia di investimenti, è stato inoltre introdotto l'obbligo di misurare e monitorare tali rischi e impegni su base permanente. Tali verifiche sono tese ad accertare l'oculatazza, da un lato, dei criteri gestionali seguiti, dall'altro dei risultati ottenuti tramite l'impiego di siffatti negozi. Invero, la questione dell'adeguatezza dell'operatività in derivati al profilo di rischio dell'OICVM si presenta come una delle più opinabili ed indefinite: appare tuttavia condivisibile la preoccupazione del legislatore che - dopo aver lasciato cadere ogni remora all'utilizzo di questi strumenti - vuole evitare che l'effetto tipico dei derivati possa comportare l'indiscriminato accumulo di un rischio di posizione eccessivo o, comunque, in violazione della disciplina regolamentare che deve

governare l'attività di investimento del gestore. Per questo motivo, è espressamente prescritto che le operazioni in strumenti derivati non possano mai avere l'obiettivo di eludere i principi e le regole enunciati nella Direttiva 108. E' altresì di tutta evidenza come la rischiosità insita nei derivati ponga ora un problema di controllo e di predeterminazione del rischio, non più di legittimità.

Parallelamente, per evitare di indurre gli investitori in errore in ordine alla funzione dei derivati, i documenti informativi e pubblicitari degli OICVM devono descrivere le strategie, le tecniche e i limiti di investimento applicabili alle loro operazioni su derivati.

Requisiti supplementari sono poi previsti in termini di ammissibilità delle controparti e degli strumenti, nonché di liquidità e di valutazione continua delle posizioni su strumenti derivati negoziati *over the counter*. Tali limiti aggiuntivi sono finalizzati ad assicurare un livello di protezione degli investitori analogo a quello di cui beneficiano quando acquistano strumenti derivati sui mercati regolamentati. Limiti ulteriori sono poi prescritti in relazione alla concentrazione del rischio nei confronti di una stessa controparte o di uno stesso gruppo di controparti, al fine di assicurare il necessario rispetto dei criteri di diversificazione.

In conclusione, non sembra ci si possa sottrarre all'interrogativo che affiora tra le righe della disciplina sin qui descritta: qual è il prezzo del trasferimento dei rischi legali ed operativi dall'investitore all'intermediario? La mutata allocazione di tali rischi - traducendosi in un maggior costo a carico dell'intermediario - non viene forse a frustrare gli interessi dell'investitore stesso, che sopporta direttamente gli oneri strutturali prescritti (in termini di maggiori commissioni), a fronte della necessità di limitare ulteriormente la capacità gestionale dell'intermediario? È questo, d'altronde, il naturale effetto delle cosiddette norme "paternalistiche", cui fa ampio ricorso il legislatore comunitario (nonostante l'avversione di chi invoca le ragioni dell'efficienza economica), aventi quale comune denominatore l'obiettivo di ridurre la libertà di scelta dell'investitore, al fine di assicurare protezione al suo patrimonio da atti contrari all'interesse perseguito.

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

Sono attualmente disponibili i seguenti :

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Gli interessati possono chiederne copia a :

Laboratorio di Analisi Monetaria

Università Cattolica del Sacro Cuore

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

e-mail: laboratorio.monetario@unicatt.it

sito web: www.assbb.it