



Università Cattolica del S. Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 2/2007

Autori del presente rapporto sono: Giacomo Vaciago (Introduzione), Domenico Delli Gatti e Giovanni Verga (cap. 1), Flavia Ambrosanio (cap. 2), Alberto Banfi (cap. 3), Marco Zaninelli (cap. 4). Hanno collaborato: Giovanni Barone, Fiorenzo Di Pasquali, Francesca Pampurini, Carlo Rosa e Davidia Zucchelli.

Direzione e coordinamento: Marco Lossani. Segreteria: Elisabetta Scansani e Nicoletta Vaccaro.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 30 giugno 2007.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

Via Necchi, 5 - 20123 Milano - tel. 02-7234.2487; lab.monetario@unicatt.it; www.assbb.it

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo A. Gemelli n. 1

Segreteria: presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Moscova, 33 – tel. 02-6275.5252



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Proff. M. LOSSANI (responsabile), A. BAGLIONI, A. BANFI, D. DELLI GATTI
P. GIARDA, P. RANCI, G. VACIAGO, G. VERGA

INDICE

SINTESI	pag. I
INTRODUZIONE – LOTTA ALL’INFLAZIONE: ANCORA?	1
1 – ASPETTI DELLA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA	3
1. Una visione d’insieme: la crescita	4
2. Una visione d’insieme: l’inflazione	7
3. USA: vicini al punto di svolta, ma non è chiaro cosa ci sia dietro l’angolo	9
4. La questione della produttività USA	12
5 Eurozona: avvenuta la svolta, si valuta la forza della ripresa	17
6 La dispersione delle performance macroeconomiche nazionali nell’area Euro	19
7 Tassi e aggregati monetari in Europa	24
8 Gli aggregati monetari e creditizi nell’Eurozona e in Italia	29
9 Le prospettive sui tassi d’interesse	33
2 – I CONTI PUBBLICI NEL 2006 E LE PROSPETTIVE PER IL 2007	36
1. Il consuntivo 2006	36
2. Analisi del gettito tributario	38
3. Le nuove previsioni e prospettive per il 2007	40
3 – LE RECENTI TENDENZE DEI MERCATI FINANZIARI	45
1. Tendenze e prospettive dei mercati dei titoli di debito	45
2. Tendenze e prospettive dei mercati azionari	49
Appendice A.1 Il mercato del futures sull’Euribor	57
Appendice A.2 L’evoluzione del mercato dei titoli di debito in Italia: la considerazione di alcuni aspetti	65
4 – IL PROCESSO DI COSTRUZIONE DEL COUNTRY-RATING: UNA BREVE RASSEGNA	68
1. Il <i>country risk</i> e il suoi componenti	68
2. Le principali agenzie di <i>rating</i>	70
3. Il <i>sovereign rating</i>	70
4. Modelli e metodologie	72
5. Il <i>rating</i> dell’Italia	74

SINTESI

Aspetti della congiuntura reale e monetaria

Il quadro congiunturale internazionale continua a rimanere contrassegnato da un'intonazione sostanzialmente positiva, anche se non mancano elementi di preoccupazione legati in particolare all'economia statunitense. La congiuntura monetaria non è stata caratterizzata da alcuna novità. L'andamento dei tassi sulle due sponde dell'Atlantico ha infatti ampiamente confermato le aspettative dei mercati, che tuttavia non escludono la possibilità di un ulteriore rialzo dei tassi nell'Eurozona in autunno.

Alla valutazione della congiuntura USA viene dedicato un approfondimento avente l'obiettivo di comprendere se vi siano importanti rischi di recessione, legata al perdurante momento di difficoltà vissuto dal mercato immobiliare. Successivamente l'attenzione viene rivolta all'analisi delle determinanti la dinamica della produttività negli USA che - nel primo lustro del nuovo secolo - ha conosciuto una discreta accelerazione. In particolare, si cerca di comprendere quanta parte del *productivity revival* sia di natura ciclica al fine di apprezzarne le possibili implicazioni per quanto riguarda la dinamica del Pil e dell'inflazione. La seconda parte dell'analisi congiunturale di carattere reale è invece dedicata all'esame delle *performances* dell'Eurozona. Dapprima viene condotta una valutazione dell'andamento più recente registrato dall'Eurozona, la cui fase di espansione si conferma solida anche nel primo scorcio del 2007, sebbene secondo ritmi meno brillanti di quelli registrati nel 2006. In seguito, viene svolto un approfondimento dedicato ai differenziali di crescita nell'area Euro.

La congiuntura monetaria è stata invece contrassegnata dalla recente, nonché scontata, decisione da parte della BCE di aumentare i tassi di *policy* (ora giunti al livello del 4,0%). Contemporaneamente la Fed ha deciso di mantenere invariato il livello dei tassi USA, anche se - in occasione dell'ultima riunione del FOMC - è stata nuovamente sottolineata la preoccupazione per l'andamento della *core inflation*.

I conti pubblici nel 2006 e le prospettive per il 2007

I risultati di finanza pubblica conseguiti nel 2006 si sono rivelati a consuntivo di gran lunga migliori di quelli originariamente previsti. Il gettito è cresciuto oltre ogni più rosea aspettativa, tanto da far parlare del cosiddetto "tesoretto", sul cui utilizzo da mesi ormai si discute. Il miglioramento del 2006 non elimina i problemi della finanza pubblica italiana, ma rappresenta un buon punto di partenza verso gli obiettivi del pareggio di bilancio e della riduzione del rapporto debito/PIL al di sotto del 100% - da conseguire entro il 2011, come richiesto dal consiglio ECOFIN. Nel contributo viene presentata l'analisi del consuntivo del 2006, con particolare attenzione all'evoluzione del gettito tributario, anche nel tentativo di comprendere quanta parte delle maggiori entrate sia di natura strutturale (e quindi acquisita in modo permanente) e quanta parte sia invece di natura transitoria. In secondo luogo, vengono illustrate in termini generali le nuove previsioni e prospettive per il 2007, alla luce degli eventi degli ultimi mesi.



Le recenti tendenze dei mercati finanziari

Il capitolo viene dedicato all'analisi delle recenti tendenze riguardanti l'evoluzione dei mercati dei titoli di debito, al fine di cogliere le possibili influenze dell'andamento (corrente e atteso) dei tassi di interesse sull'evoluzione dei prezzi dei titoli (sia pubblici che *corporate*) negoziati sui mercati regolamentati (dei principali paesi industrializzati e di alcuni paesi emergenti). Segue un'analoga analisi relativa sia all'evoluzione recente che prospettica per quanto riguarda i mercati azionari.

Il capitolo si chiude con due appendici. La prima è dedicata al mercato del *future* dell'Euribor a 3 mesi, il cui sviluppo da un lato ha reso più facile ad *hedgers* e a speculatori la copertura e/o l'esposizione nei confronti di posizioni di rischio, mentre dall'altro ha consentito lo sviluppo di una rilevante fonte di informazione, che si aggiunge a quella classica rappresentata dalla curva dei rendimenti per scadenza. La seconda mette invece in evidenza alcune problematiche del mercato italiano dei titoli di debito, soffermandosi in particolare sul problema della scarsa rappresentatività e significatività del mercato italiano medesimo per le obbligazioni *corporate*, nonché su talune recenti innovazioni che lo hanno caratterizzato.

Il processo di costruzione del *country-rating*: una breve rassegna

Ogniquale volta le principali agenzie di *rating* pubblicano i loro rapporti contenenti i giudizi relativi alla solvibilità dei diversi paesi, i mercati tendono a reagire prontamente, a conferma della sempre maggior rilevanza attribuita ai *rating* stessi.

Nella breve nota vengono discussi gli elementi utili per comprendere le procedure seguite dalle principali agenzie di *rating* nella costruzione dei loro giudizi, al fine di identificare con chiarezza il tipo di rischio che viene valutato – distinguendo tra *country risk* e *sovereign risk*, - e l'ampiezza della scala relativa su cui i *rating* stessi sono calibrati. La nota si chiude con una valutazione dei principali elementi alla base del *rating* recentemente espresso da Moody's nei confronti dell'Italia. Il fatto che il *rating* italiano rimanga "intrappolato" verso il basso - almeno relativamente al giudizio espresso nei confronti di altre economie avanzate - sembra dipendere dalla quasi cronica incapacità dei governi italiani di mettere in atto le necessarie riforme per raggiungere un grado adeguato di flessibilità fiscale.



INTRODUZIONE ♦

LOTTA ALL'INFLAZIONE: ANCORA?

Non capita tutti i giorni che un economista famoso diventi presidente della più importante Banca Centrale e si possa così verificare se le sue teorie fossero corrette, oppure no. E' questo l'esperimento che, ormai da un anno, si sta svolgendo a Washington: aveva ragione l'economista Benjamin S. Bernanke che già dieci anni fa escludeva che la politica monetaria ottimale dovesse preoccuparsi dei prezzi delle attività (azioni, immobili)? Lo stesso professor Bernanke che più volte aveva sostenuto che la politica monetaria ottimale è quella che predetermina (meglio se in modo formale e trasparente, come nel caso della Bank of England, della BCE e di altre banche centrali) un obiettivo di inflazione misurata con i prezzi al consumo, e lo persegue con lungimiranza, cioè anticipando nel modo migliore possibile pressioni inflazionistiche o deflazionistiche. Quel medesimo professor Bernanke secondo cui la politica monetaria ottimale deve tenere conto di un eventuale boom dei prezzi delle attività solo nella misura in cui questo sta ad indicare un aumento delle aspettative di inflazione che richiede di essere contrastato.

Tutte queste indicazioni il prof. Bernanke le aveva manifestate in lavori scientifici rimasti famosi - che hanno spiegato il comportamento della Fed nei confronti della cosiddetta "bolla" della *new economy*, nella seconda metà degli anni '90. Gli stessi lavori aiutano peraltro a interpretare come ha ragionato la Fed guidata da Bernanke nell'anno trascorso e aiutano a prevederne il comportamento nei prossimi tempi. Tre aspetti in particolare meritano di essere sottolineati.

♦ A cura di Giacomo Vaciago.

1. L'inflazione effettiva e attesa

I mercati e gli analisti guardano molto ai vari indici dei prezzi, cercando di immaginare come ragiona la Fed e così di anticiparne le mosse. Perché non esiste – nonostante le preferenze del Professor, oggi Presidente, Bernanke – un obiettivo ufficiale di inflazione. Anche la tradizionale distinzione tra inflazione totale e *core* (quest'ultima esclude alimentari ed energia) aveva più senso una volta, quando si era in presenza di molta volatilità, di breve periodo o stagionale, nelle componenti *food & energy*. La cosa che più conta è la differenza fra inflazione corrente e attesa. Quest'ultima è quella che oggi si pensa ci sarà in futuro: un suo aumento deve essere subito contrastato per evitare che si realizzi! Ciò spiega perché la Fed debba intervenire i tassi d'interesse prima e non dopo che l'inflazione è aumentata!!

2. La bolla immobiliare

Alla luce di quanto prima ricordato, è comprensibile il *benign neglect* che la Fed ha espresso nei confronti dello sgonfiarsi, negli ultimi dodici mesi, della bolla dei prezzi degli immobili. Mentre alcuni economisti (tra cui lo stesso precedente Chairman della Fed Alan Greenspan), manifestavano preoccupazione nei confronti delle conseguenze macroeconomiche della discesa dei prezzi degli immobili, la Fed non ne ha mai avvertito le conseguenze in termini di minor inflazione attesa. E non ha quindi mai davvero ridotto la sua preoccupazione nei confronti del fatto che l'inflazione attesa - restando superiore a quella corrente - manifestasse il pericolo di un'accelerazione dell'inflazione stessa. Al di là del linguaggio della Fed (a volte più disteso e a volte più teso) e delle conseguenze che ciò ha avuto su un po' della volatilità dei mercati finanziari (tassi a lunga e borse), lo scenario di



fondo non è mai davvero cambiato. E lo scenario di fondo è quello di un'economia americana che continua a muoversi in prossimità del pieno impiego, sostenuta dal boom dell'economia mondiale, meno di una volta frenato dal rallentamento USA. E' difficile prevedere il futuro, se prima ancora non si è ben capito il recente passato! E d'altra parte, se ci si concentra troppo sul ciclo (come nel caso della frenata del 1° trimestre di quest'anno), si rischia di "spiegare" qualcosa ... quando non è più vero!!

3. L'inflazione è mondiale?

L'aumento dei tassi d'interesse è in corso in numerosi paesi e riflette una comune preoccupazione per un'inflazione che potrebbe accelerare. La preoccupazione potrebbe in realtà riflettere qualcosa di "più comune", cioè l'inflazione stessa. E' questa la tesi che negli ultimi anni è stata proposta da diversi studi

svolti presso alcune Banche centrali¹: per effetto della globalizzazione l'inflazione di ciascun paese non è spiegata soltanto da fattori del paese considerato (il suo *output gap*, la sua politica monetaria), ma anche da elementi comuni. Ciò era già stato tenuto presente in passato, con riferimento a petrolio e materie prime, fattori che servono a trasmettere un po' a tutti i paesi gli effetti di *shock* comuni.

L'approccio più recente – detto dell'“inflazione globale” – assume un'interdipendenza tra i diversi paesi molto maggiore e quindi di riflesso anche una minor “potenza” della politica monetaria dei singoli paesi. Di qui la possibilità che la curva dei tassi a lunga non sia più sotto l'influenza della propria Banca centrale; o la necessità – per essere ancora efficace – di interventi di politica monetaria più robusti.

In ultima analisi, l'opportunità di ciascuna politica monetaria sempre più dipenderà dalle azioni delle altre Banche Centrali.

¹ Da ultimo, presso la B.I.S.; vedi lo studio Borio-Filardo (Working Paper n° 227) del Maggio 2007, che contiene anche un'utile rassegna degli studi precedenti.

1. ASPETTI DELLA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA ♦

Il quadro macroeconomico

Nelle pagine che seguono viene presentato e discusso il quadro macroeconomico interno e internazionale. Concentreremo l'attenzione sul primo trimestre dell'anno in corso – il periodo più recente per il quale si hanno dati macroeconomici – ma ci riserveremo anche lo spazio e il respiro dell'analisi necessari per guardare al recente passato e fare qualche ragionamento in più sul futuro.

I primi due paragrafi forniscono una visione d'insieme della congiuntura internazionale con riferimento, rispettivamente, alla forza e diffusione dell'attività reale e al panorama dell'inflazione. Il quadro che ne emerge, come vedremo, è sostanzialmente positivo ma non mancano elementi di preoccupazione su entrambi i fronti che occorre tenere in evidenza sia per le previsioni che per le decisioni di politica economica.

Il terzo paragrafo è dedicato alla congiuntura statunitense, che costituisce il punto di massima incertezza dello scenario macroeconomico mondiale. Ci occuperemo della decelerazione in corso cercando di capire se ci sono e quanto sono importanti i rischi di recessione vera e propria.

Questo aspetto della congiuntura mondiale è al centro dell'attenzione da parecchi mesi. Avendo approfondito in un altro numero di OM i temi – ormai classici – della crisi del mercato immobiliare, su cui si concentra l'attenzione degli analisti congiunturali a caccia di sintomi di recessione, nel quarto paragrafo del presente numero di OM ci occuperemo di un tema – la dinamica della produttività negli USA – che per

sua natura è di medio-lungo periodo ma ha evidenti ricadute sul quadro congiunturale.

Negli USA, la dinamica della produttività ha conosciuto una accelerazione nel primo lustro del nuovo secolo, fenomeno che fa del caso americano un *unicum* nel quadro internazionale dal momento che, come si è sostenuto in altra occasione e come si ribadisce in questo numero, sotto il profilo della produttività l'area Euro è ancora in fase di decelerazione.

Nella misura in cui la dinamica della produttività agisce sul lato dei costi delle imprese, la prospettiva dell'inflazione è più rosea del previsto per gli USA. Data la dinamica della produttività europea, inoltre, se le tendenze attuali non verranno invertite, anche la prospettiva della competitività americana migliora almeno nel medio periodo.

Il quinto paragrafo è dedicato all'Eurozona, la cui espansione si conferma un fenomeno solido e reale anche nel primo scorcio del 2007, sebbene secondo ritmi meno brillanti di quelli registrati nel 2006. Faremo anche in questo caso un approfondimento, racchiuso nel sesto paragrafo, relativo ai differenziali di crescita nell'area Euro. Ci chiederemo infatti se e in che misura i differenziali di crescita tra le diverse nazioni partecipanti all'UME si stanno richiudendo. Differenziali di crescita rilevanti e persistenti costituiscono infatti un problema per il successo dell'integrazione monetaria. In primo luogo, essi inducono le autorità a perseguire politiche di stabilizzazione macroeconomica nazionali che possono acutizzare i differenziali stessi. In secondo luogo, se le economie partecipanti all'unione monetaria si muovono lungo sentieri diversi, una scelta di politica economica comune ha effetti asimmetrici col rischio di alimentare tensioni all'interno dell'area monetaria.

♦ A cura di Domenico Delli Gatti e Giovanni Verga.

Come vedremo, una parte non trascurabile della responsabilità del permanere dei differenziali di crescita nell'economia europea è attribuibile alla dinamica della produttività e delle sue determinanti nei diversi paesi.

1. Una visione d'insieme: la crescita

Nella prima metà del 2007, il quadro macroeconomico internazionale mostra, nelle sue linee essenziali, una espansione ancora sostenuta, sebbene in fase di rallentamento. Per il 2007 ci si attende infatti solo una "limatura" del tasso di crescita mondiale rispetto al 5% registrato nel 2006.

Questo andamento dell'aggregato internazionale è la somma algebrica di dinamiche congiunturali talvolta di segno opposto nelle principali aree geo-economiche. Ad una decisa decelerazione congiunturale in USA – diventata evidente nella seconda metà del 2006 e proseguita nella prima parte del 2007 – si oppone il rafforzamento dell'espansione in Europa e in Giappone, specialmente nello scorcio finale del 2006. L'espansione nelle economie emergenti – e in particolare di quelle asiatiche – procede a ritmi notevolissimi, soprattutto se osservati con la lente europea.

Occorre peraltro puntualizzare che in ciascuna area i segnali che si rendono via via disponibili sono spesso di segno opposto. In altri termini la valutazione del momento congiunturale a livello di singolo paese – e pertanto a maggior ragione a livello internazionale – è circondata da notevole incertezza. L'opinione di consenso, tuttavia, è che si sia raggiunto e superato il punto di massima incertezza sulla forza dell'espansione globale. Fatte salve isolate ma autorevoli opinioni di segno pessimistico, in generale ci si attende un rafforzamento della ripresa

internazionale a partire dalla seconda metà del 2007.

L'opinione maggioritaria, che definiremo *ottimistica*, è basata sulla convinzione che il punto di minimo della decelerazione congiunturale negli USA sia stato raggiunto e superato. Ne consegue un'aspettativa di rin vigorimento della ripresa statunitense nella seconda parte dell'anno. Data la natura di volano dell'espansione internazionale tradizionalmente giocata dalla ripresa americana, ci si attendono i soliti effetti di *spillover* positivi sul ciclo mondiale.

Continua ad essere presente nel dibattito, sebbene in una posizione minoritaria, il punto di vista *pessimistico*, che sostiene come probabile una recessione a breve termine. A questo partito si è implicitamente iscritto anche Alan Greenspan, che, smesse le vesti di grande timoniere dei mercati finanziari americani, ha assunto quelle di *guru* del momento congiunturale USA e ha pronosticato qualche mese addietro una recessione a breve termine negli USA.

L'autorevole opinione del "Maestro" ha avuto un ruolo non marginale nel trascinare verso il basso le quotazioni del mercato azionario negli USA a fine febbraio, come abbiamo rimarcato nel precedente numero di OM.

L'opinione pessimistica si basa in primo luogo sui dati del mercato immobiliare USA, tuttora in evidente e perdurante crisi. Tutti gli indicatori di settore continuano ad essere infatti pesantemente negativi. Si sono anche manifestati fenomeni di insolvenza della clientela delle banche, con ripercussioni sul mercato dei titoli caratterizzati da un basso *rating*. Ma le ripercussioni sul sistema produttivo e finanziario statunitense, sebbene presenti, sono state per il momento limitate.

Anche la “correzione” dei mercati azionari seguita al crollo della borsa di Shanghai a fine febbraio – che aveva ridato fiato alle ragioni dei pessimisti – si è rivelata, a posteriori, di portata limitata. Ne è discesa una notevole prudenza e una posizione attendista, di tipo “*wait and see*”, della Fed.

Il dollaro d’altro canto ha continuato comunque a deprezzarsi – toccando a fine aprile il massimo storico di 1,37 dollari per euro – sostanzialmente per effetto della debolezza del ciclo americano, seguendo un copione ormai ben noto incentrato sulla correlazione positiva tra forza dell’espansione USA e forza del dollaro sui mercati valutari.

La conseguenza più rilevante della opinione pessimista è la previsione che ai primi segnali di recessione la Fed tagli i tassi di interesse. In questo caso la forbice con i tassi europei – che sono invece in fase ascendente – si allargherebbe e il dollaro subirebbe un deprezzamento *rilevante e repentino*, ben più consistente di quello realizzatosi finora. Ciò comporterebbe un freno all’attività economica sia in Europa che nei paesi emergenti, dovuto al fatto che l’apprezzamento delle valute locali frenerebbe le esportazioni e quindi la domanda estera netta in questi paesi. La recessione quindi si diffonderebbe a macchia d’olio al resto dell’economia globale.

Se dovesse prevalere lo scenario ottimistico, viceversa, non ci sarebbe ragione di attendersi una riduzione dei tassi negli USA e pertanto lo scenario di deprezzamento precipitoso del dollaro andrebbe escluso. Per quanto riguarda l’andamento prospettico del dollaro, quindi, la differenza tra i due scenari è tutta nell’intensità del deprezzamento, dal momento che entrambe le visioni della congiuntura sottoscrivono la predizione di un ulteriore indebolimento del dollaro. Questa predizione è del tutto coerente

con la necessità di correzione del deficit della bilancia delle partite correnti USA, che pur essendo migliorato marginalmente di recente continua a viaggiare poco sotto il 6% del PIL.

Nelle prime due colonne della TAB. 1.1 riportiamo i tassi di crescita tendenziali del PIL nei principali paesi industrializzati ed emergenti (il cosiddetto BRIC, Brasile, Russia, India e Cina) registrati a fine 2006 e inizio 2007. Nella terza colonna sono riportati i consuntivi del 2006 mentre nella quarta colonna appare il tasso di crescita per l’intero 2007 secondo le previsioni dell’Economist.

E’ immediato notare la buona performance macroeconomica sia degli USA che dell’Eurozona. Tuttavia, gli USA sono in fase di rallentamento mentre l’Eurozona accelera.

TAB. 1.1: PIL: tassi di variazione tendenziale

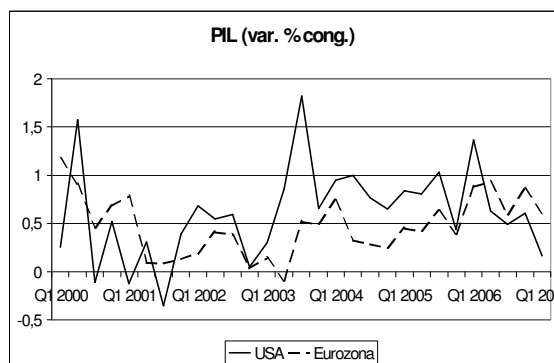
	IV-06	I-07	2006	2007
Industrializzati				
USA	3,1	1,9	3,3	2,0
Eurozona	3,3	3,0	2,8	2,6
Regno Un.	3,0	2,9	2,7	2,7
Giappone	2,2	2,6	2,2	2,3
Emergenti				
Cina	10,4	11,1	10,5	10,3
India	9,2	9,1	8,3	8,1
Russia	6,5	7,9	6,7	6,7
Brasile	3,2	4,3	3,0	3,9

Fonte: Dati di contabilità nazionale. Per il 2007, previsioni Economist poll.

Il tasso di crescita congiunturale annualizzato del PIL statunitense è stato – secondo la stima preliminare diffusa a fine maggio – dello 0,6% nel primo trimestre del 2007, un ritmo di espansione molto al di sotto delle aspettative e decisamente più fiacco di quello, già poco vivace se valutato con gli standard americani, registrato nel quarto trimestre del 2006 (2,5%).

Nell' Eurozona, il tasso di crescita, congiunturale annualizzato, ha raggiunto il 3,6% nel quarto trimestre del 2006, in accelerazione rispetto al trimestre precedenti di oltre un punto percentuale. Nel primo trimestre del 2007 il saggio di crescita è stato meno brillante ma soddisfacente (2,4%), tenuto conto anche della performance macroeconomica certamente deludente dell'Eurozona negli ultimi anni. Attualmente quindi l'Eurozona sta crescendo più rapidamente degli USA. Ciò è evidente anche dal grafico di FIG. 1.1 relativa ai tassi di crescita congiunturali (non annualizzati) che mostra la spezzata europea sistematicamente più in alto di quella statunitense nel periodo più recente.

FIG. 1.1: PIL USA e Eurozona (tassi di variazione congiunturale)



La dinamica congiunturale dell' Eurozona è trainata dall'espansione in Germania. E' stata sorprendente anche la vivacità della ripresa in Italia, in particolare sul finire del 2006, in chiara accelerazione rispetto al recente passato. Il rallentamento della prima parte del 2007 in Europa è considerato dalla maggioranza dei commentatori una pausa in un quadro di solida espansione.

L'elemento di maggior rilievo della congiuntura europea è il fatto che il rafforzamento della ripresa avviene in una fase congiunturale internazionale non favorevole, caratterizzata

dalla decelerazione americana, con conseguente minor assorbimento di merci europee, dal deprezzamento del dollaro e dalla concorrenza di prezzo estremamente agguerrita dei paesi emergenti. Se l'economia USA avesse continuato a crescere ai ritmi della prima parte del 2006, la espansione europea avrebbe trovato una spiegazione naturale nella forza della trasmissione del ciclo internazionale. Data la debolezza del ciclo americano, invece, le ragioni della espansione europea vanno ricercate altrove e almeno in parte sono interne.

Anche in Giappone, la congiuntura ha riservato una sorpresa positiva: nell'ultimo trimestre del 2006 il PIL è aumentato del 5% su base congiunturale annualizzata, contro lo 0,3% del trimestre precedente. Nel primo trimestre dell'anno in corso la velocità di corsa è diminuita ma è tuttora soddisfacente: 2,6%.

A trainare l'espansione sono soprattutto la domanda estera netta e i consumi delle famiglie, mentre risulta fiacca la dinamica degli investimenti, sia residenziali che non residenziali. Gli ultimi dati disponibili segnalano rischi di un indebolimento ulteriore dell'espansione nel secondo trimestre del 2007.

Infine, per quanto riguarda gli emergenti, la Cina e l'India sono quasi appaiati in cima alla classifica delle performance di crescita, seguite dalla Russia e dal Brasile, che peraltro sta vivendo una congiuntura più fiacca di quella attraversata da altre grandi economie del subcontinente latino-americano come l'Argentina.

In alcuni degli emergenti ad "alta velocità" sono già state adottate misure di stabilizzazione congiunturale intese a moderare la crescita. E' il caso della Cina e dell'India, che hanno recentemente inasprito, sebbene molto blandamente, l'intonazione della politica monetaria. La banca centrale della Repubblica Popolare cinese ha infatti aumentato di poco più

di un quarto di punto percentuale il tasso di intervento a metà marzo. La banca centrale indiana ha fatto altrettanto a fine marzo.

Un impatto più rilevante sul quadro macroeconomico potrebbe discendere dalla recente decisione delle autorità cinesi di tagliare i sussidi alle esportazioni.

Più variegata la condizione congiunturale in America Latina. Mentre l'Argentina prosegue su un sentiero di crescita sostenuta – a fine 2006 il ritmo di espansione era prossimo al 9%, nel primo trimestre del 2007 si è attestato all'8% (ma anche l'inflazione corrente sfiora il 9%) – in Brasile la ripresa è sostenuta ma meno vivace e il Messico è in piena decelerazione.

2. Una visione d'insieme: l'inflazione

Se ci sono incertezze rilevanti sulla natura e sulle prospettive del quadro congiunturale dal punto di vista reale, non sono minori le ambiguità concernenti il quadro dell'inflazione. Nella TAB. 1.2 abbiamo riportato il dato più recente sul tasso di inflazione tendenziale (maggio 2007) confrontato con quello di un anno addietro.

La prima e più rilevante fonte di incertezza riguarda i corsi delle materie prime che costituiscono la più importante fonte di inflazione "spinta da costi" nelle economie importatrici di materie prime e trasformatrici.

Dopo aver toccato quotazioni prossime ai 70-80\$ a barile (a seconda del tipo di petrolio) nell'estate dello scorso anno, ed essere sceso sotto i 60 a fine 2006 – più o meno lo stesso livello del giugno del 2005 – con un decremento di un quarto circa in meno di sei mesi, il costo del petrolio è tornato a risalire nella prima metà del 2007 raggiungendo i 65 dollari a barile. Si veda a questo proposito la FIG. 1.2.

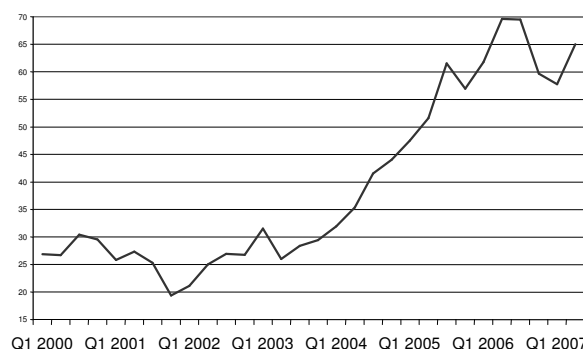
TAB. 1.2: Inflazione al consumo : tassi di variazione tendenziale

	Maggio 2007	Maggio 2006	2007
Industrializzati			
USA	2,7	4,2	2,5
Eurozona	1,9	2,5	1,9
Regno Un.	2,5	2,2	2,4
Giappone	0,0*	-0,1	0,0
Emergenti			
Cina	3,4	1,4	2,8
India	6,7	5,0	5,7
Russia	7,6	9,5	8,2
Brasile	3,2	4,2	3,6

Fonte: Istituti nazionali di statistica. Per il 2007, previsioni Economist poll.

La moderazione del 2006 ha cause note: il clima particolarmente mite del passato inverno, ma anche il rallentamento congiunturale in alcune grandi aree geo-economiche come gli USA e il rientro da manovre speculative sui mercati del petrolio.

FIG. 1.2. Prezzo del petrolio (dollari a barile)



L'OPEC ha mantenuto sostanzialmente invariata la produzione di petrolio nei meeting di novembre 2006 e febbraio 2007. La domanda di petrolio però è in fase crescente, anche perché l'estate si è manifestata precocemente torrida,

spingendo verso l'alto la domanda di energia per il condizionamento dell'aria.

Nel medio periodo, poi, le condizioni di fondo dei mercati delle materie prime, infine, sono ancora in tensione. I fondamentali del mercato puntano al rialzo perché la domanda mondiale di materie prime, proveniente soprattutto dai paesi emergenti asiatici, è ancora in forte crescita. Alcuni analisti, anzi, traggono dall'informazione relativa alla ripresa delle quotazioni del petrolio e delle materie prime industriali (*in primis* i metalli), indicazioni favorevoli all'ipotesi ottimistica sulla congiuntura internazionale accennata sopra. Il peggio in termini di decelerazione congiunturale sarebbe già alle spalle e gli operatori si preparerebbero ad una nuova e più vigorosa fase espansiva a partire dalla seconda metà del 2007. Ma se il rialzo dei prezzi delle materie prime fosse foriero di un nuovo shock "da offerta", le conseguenze sull'attività economica sarebbero tendenzialmente negative.

Sul fronte dell'inflazione da costi, una importante fonte di rischio di recrudescenza inflazionistica si trova nella dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP). Come è noto, a sua volta, il tasso di crescita del CLUP può essere scomposto nella differenza tra il tasso di crescita del salario e il tasso di crescita della produttività del lavoro. La valutazione di consenso è che in linea di massima non ci si debbano attendere sorprese negative dalla dinamica del CLUP, sia negli USA che nell'Eurozona.

Se inoltre è vero che – come sostenuto da Milton Friedman – nel lungo periodo l'inflazione è sempre e comunque un fenomeno monetario, è importante considerare la dinamica degli aggregati monetari come segnale dei rischi a medio-lungo termine di aumento dell'inflazione. Orbene, le condizioni monetarie possono essere

definite ancora globalmente accomodanti. In termini più semplici e prosaici, la liquidità continua ad essere abbondante a livello internazionale.

E' vero che, con la rimarchevole eccezione della *Fed*, una serie di banche centrali sta adottando una intonazione di politica monetaria moderatamente restrittiva. Abbiamo già accennato alle recenti decisioni delle banche centrali cinese ed indiana. La Bank of England e la Bank of Japan hanno ritoccato verso l'alto il tasso di intervento in gennaio e la BCE lo ha fatto in marzo ed in giugno. Ma queste manovre non hanno "rimosso lo stimolo monetario" in misura rilevante di modo che la liquidità sta crescendo a ritmi sostenuti e alimenta ancora i flussi di capitale internazionali.

Ad esempio, nell' Eurozona il tasso di crescita di M3 è stato del 10% nel primo trimestre 2007 (9% nel quarto trimestre 2006), il più alto dal 1990. Anche il tasso di crescita tendenziale su 12 mesi è risultato superiore al 10% in aprile. Ricordiamo che il livello di riferimento per il tasso di crescita di M3 è, ancora oggi, il 4,5%. Con l'eccezione di un breve periodo a cavallo tra il 2000 e il 2001 il tasso di crescita di M3 è sempre stato superiore al benchmark. Lo scostamento attuale, comunque, pari a 5 punti percentuali e mezzo, è il più ampio dall'inizio dell'UME.

Nel Regno Unito il tasso di crescita tendenziale su 12 mesi dell'aggregato monetario ampio ha sfiorato il 14% in maggio. Anche sulla base dei verbali della riunione del Monetary Policy Committee della banca centrale britannica si sono diffuse aspettative di un nuovo incremento dei tassi di interesse da parte della Bank of England dopo quello di inizio d'anno dovuto al superamento della soglia del 3% di inflazione .

La Fed sembra invece in attesa degli eventi. In effetti, se il rallentamento del 2007 non si

tradurrà in recessione e favorirà l'attenuazione delle tensioni inflazionistiche, per la banca centrale non c'è motivo di intervenire.

3. USA: vicini al punto di svolta, ma non è chiaro cosa ci sia dietro l'angolo

Secondo la stima fornita a fine maggio, negli USA il tasso di crescita del PIL congiunturale *annualizzato* nel primo trimestre è stato pari allo 0,6%. Si tratta di una drastica revisione al ribasso rispetto alla stima dell'1,3% di fine aprile. In effetti, man mano che si raffinano le stime con l'arrivo di nuove informazioni, il quadro relativo al primo trimestre diventa sempre più fosco. La stima flash di gennaio infatti forniva un consolante 3,5% che si è dimostrato totalmente infondato. Nel quarto trimestre il PIL era cresciuto, sempre in termini congiunturali annualizzati, del 2,5%.

La performance macroeconomica deludente del primo trimestre dell'anno è stata determinata dalla dinamica negativa dell'investimento residenziale, della variazione delle scorte e della domanda estera netta. Le esportazioni infatti sono diminuite, seppure di poco, mentre le importazioni sono aumentate in modo considerevole. La vivacità dei consumi delle famiglie e degli investimenti in macchinari e attrezzature ha arginato gli effetti negativi sulla domanda aggregata delle tendenze manifestate nell'investimento residenziale e in scorte e nella domanda estera netta.

Nella TAB. 1.3 abbiamo riportato i tassi di crescita (congiunturali annualizzati) del PIL e delle principali voci della domanda aggregata nella seconda parte del 2006 e nel primo trimestre del 2007.

Colpiscono in primo luogo i dati dell'investimento residenziale. L'investimento in immobili ha subito decrementi dell'ordine del

20% (congiunturale annualizzato) sia nel terzo che nel quarto trimestre del 2006.

TAB. 1.3: USA: PIL e componenti della domanda (tassi di variazione congiunturale annualizzata)

	III-06	IV-06	I-07
PIL	2,0	2,5	0,6
Consumi	2,8	4,2	4,4
Invest. non resid.	10,0	-3,1	2,9
Invest. residenziali	-18,7	-19,8	-15,4
Spesa pubblica	1,7	3,4	1,0
Esportazioni	6,8	10,6	-0,6
Importazioni	5,6	-2,6	5,7

Fonte: U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis

Nel primo trimestre la caduta è meno precipitosa ma pur sempre di caduta si tratta e certamente non irrilevante, essendo superiore al 15%. Inoltre i segnali che provengono dal mercato immobiliare continuano ad essere decisamente negativi. In maggio i nuovi cantieri sono diminuiti nuovamente del 2,4%, portando a circa un quarto la diminuzione dell'inizio di costruzione di nuove case rispetto ad un anno fa. E' aumentata inoltre la morosità delle famiglie con mutui a basso rating e si sono accentuate parallelamente le difficoltà dei fondi di investimento specializzati in *mortgage backed securities*. Un paio di *hedge fund* sono in caduta libera e si stanno allestendo piani di salvataggio. Anche nel secondo trimestre del 2006 si era verificata una contrazione consistente dell'investimento residenziale, superiore al 10%. Rimossa l'annualizzazione, da un semplice calcolo si può concludere che nel giro di un anno, l'investimento residenziale si è ridotto del 17%.

In percentuale del PIL, gli investimenti residenziali pesavano il 5% nella media del 2006. Nel primo trimestre del 2007 la quota è scesa al 4,4%. Si tratta di una quota piccola ma

non irrilevante della domanda complessiva di beni e servizi.

Nella TAB. 1.4 abbiamo riportato i contributi alla crescita del PIL provenienti dalle diverse componenti della domanda.

TAB. 1.4 USA: Componenti della domanda (contributi alla crescita del PIL)

	III-06	IV-06	I-07
PIL	2,0	2,5	0,6
Consumi	2,0	2,9	3,0
Invest. non resid.	1,0	-0,3	0,3
Invest. residenziali	-1,2	-1,2	-0,9
Spesa pubblica	0,3	0,6	0,2
Esportazioni	0,7	1,1	-0,1
Importazioni	-0,9	0,5	-0,9
Var. Scorte	0,1	-1,1	-1,0

Fonte: U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis

Ricordiamo che il contributo alla crescita del PIL è pari al tasso di crescita di ciascuna componente della domanda “pesato” con la quota di quella componente sul PIL nel periodo iniziale dell’orizzonte temporale su cui si calcola il tasso di crescita.

Il contributo alla crescita dell’investimento residenziale è stato negativo per 1,2 punti percentuali sia nel terzo che nel quarto trimestre 2006 e per circa 0,9 punti percentuali nel primo trimestre 2007. In effetti, come si è detto, gli indicatori del mercato immobiliare forniscono segnali essenzialmente negativi. Tuttavia, finora la crisi del mercato immobiliare non ha avuto quelle ripercussioni negative a cascata che gli analisti più pessimisti avevano prefigurato.

Le ripercussioni sono di diverso tipo. In primo luogo, se entra in crisi l’edilizia, entra in crisi il suo indotto. Ciò significa meno salari e profitti nei settori collegati alla costruzione di fabbricati e meno consumi attivati da questi redditi.

In secondo luogo, se crollano i prezzi degli immobili, il valore delle garanzie reali (*collateral*) nei mutui ipotecari si riduce di conseguenza e si riduce drasticamente la capacità di indebitarsi delle famiglie. Su questo effetto ci siamo già soffermati in un precedente numero di OM ma vale la pena riprendere brevemente il discorso¹.

Quando i prezzi degli immobili salgono, la crescita del prezzo delle case crea opportunità di nuovo indebitamento per le famiglie. Infatti, aumenta il valore dell’immobile, ossia delle garanzie reali che le famiglie possono utilizzare per prendere a prestito. Nel periodo di boom, le famiglie USA hanno rifinanziato in buona misura i prestiti ipotecari ottenendo prestiti di ammontare maggiore a tassi più bassi. In questo modo hanno estratto una parte del patrimonio incorporato nelle loro case (*Home Equity Withdrawal*, *HEW*). Esse hanno destinato l’incremento delle risorse monetarie a disposizione (dovuto a *HEW*) prevalentemente a consumo. La propensione al risparmio si è ulteriormente ridotta ed è entrata quindi in territorio negativo nel 2005, per la prima volta nel dopoguerra. L’aumento dei prezzi degli immobili influenza favorevolmente i consumi anche per un *effetto ricchezza* positivo. Anche in assenza di *HEW*, infatti, la ricchezza totale delle famiglie valutata a prezzi di mercato risente dell’andamento dei prezzi degli immobili. In linea di principio l’effetto ricchezza dovrebbe indurre ad un aumento dei consumi, come accade per l’effetto ricchezza generato da un boom di borsa. Tuttavia abbiamo già avanzato dubbi sul parallelismo tra l’effetto ricchezza dovuto all’incremento dei prezzi degli immobili e quello dovuto all’incremento del prezzo delle azioni. Infatti se la casa è l’abitazione principale,

¹ Per un’analisi più chiara e approfondita di questi aspetti rimandiamo a OM3/2006.

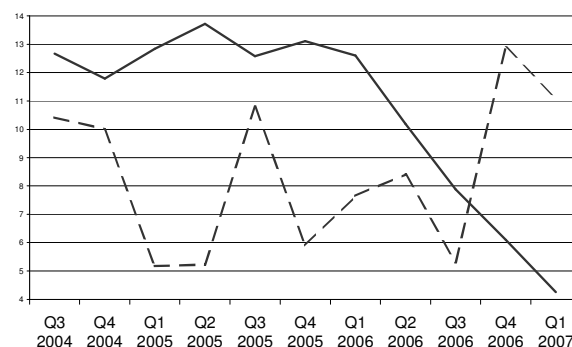
il proprietario non può monetizzare il *capital gain*. L'effetto ricchezza da aumento della ricchezza non finanziaria è quindi meno rilevante di quello dovuto ad aumento della ricchezza finanziaria, perché si limita alle seconde case o al cosiddetto *HEW passivo*.

Nel corso degli ultimi trimestri, il valore degli immobili è sceso ed è in corso di manifestazione un sostanziale aumento della morosità e dell'insolvenza (come mostrato dalle recenti vicende riguardanti il mercato dei *subprime mortgages*). Nonostante gli sviluppi indubbiamente penalizzanti per la ricchezza delle famiglie recentemente sperimentate dal mercato immobiliare, non ci sono segnali di rallentamento dei consumi. Anzi, essi sembrano molto dinamici, come mostra la TAB. 1.3. Il tasso di crescita congiunturale annualizzato per questa componente di spesa nel quarto trimestre è risultato quasi doppio del tasso di crescita del PIL e nel primo trimestre è stato 7 volte più grande. Su questo dato ha influito probabilmente la dinamica vivace dei salari orari e la tenuta del mercato del lavoro, con un tasso di disoccupazione stabile attorno al 4,5% nonostante la decelerazione in atto.

Inoltre potrebbe essere in atto un fenomeno di *compensazione* tra l'effetto ricchezza negativo dovuto all'andamento dei prezzi degli immobili e l'effetto ricchezza positivo derivante dall'andamento dei rendimenti azionari. Occorre dire, infatti, che la Borsa statunitense continua a macinare record di modo che l'andamento positivo del mercato azionario compenserebbe quello negativo del mercato immobiliare. In effetti l'indice S&P 500 che aveva perso 600 punti punti rispetto al massimo del 2000 nel corso della breve recessione del 2000-2001 ha recuperato ampiamente collocandosi in corso del 2007 a 1400, ossia tornando ai massimi. Nella

FIG. 1.3 abbiamo riportato i tassi di variazione percentuale tendenziali di prezzi degli immobili (linea continua) e dell'indice S&P (linea tratteggiata).

FIG. 1.3. Dinamica dei prezzi degli immobili e del corso delle azioni (tassi di variazione tendenziali)



Si osserva chiaramente la dinamica contrapposta dei due indici di prezzo nel periodo più recente e in particolare nella seconda parte del 2006. Nel primo trimestre del 2007 anche i prezzi delle azioni hanno subito una riduzione in termini tendenziali. Si tratta evidentemente della "correzione" dovuta al crollo della borsa di Shanghai. In una prospettiva di lungo periodo, tuttavia, tale correzione si nota appena.

La domanda estera netta ha dato un contributo positivo – stimabile attorno a un punto percentuale e mezzo – alla crescita del PIL nell'ultimo trimestre. Le esportazioni infatti sono cresciute al tasso del 10% mentre le importazioni sono diminuite. La situazione si è rovesciata nel primo trimestre 2007, con le esportazioni che diminuiscono e le importazioni che aumentano. La domanda estera netta ha quindi frenato la crescita del PIL, fornendo un contributo negativo di un punto alla crescita.

In media d'anno l'economia americana è cresciuta del 3,3% nel 2006, un risultato tutt'altro che disprezzabile. La previsione di consenso, comunque, è di un'attenuazione dei ritmi di crescita attorno al 2-2,5% nel 2007. Naturalmente questa previsione si basa

sull'ipotesi che l'economia non entri in recessione.

A seguito del rientro delle tensioni sui prezzi delle materie prime, l'inflazione *headline* aveva registrato una significativa decelerazione nella seconda metà del 2006, scendendo fino a poco più del 2%. Attualmente (maggio 2007) essa si colloca al 2,7% (tendenziale) contro il 4,2 del maggio 2006. Siamo in presenza di una decelerazione se analizzata con il tasso di variazione tendenziale. In termini di tasso congiunturale, però, lo 0,7% registrato in maggio costituisce il più rilevante incremento percentuale di un mese sul mese precedente in due anni.

Alla fonte dell'inflazione *headline* ci sono i rincari di petrolio e alimentari. L'inflazione *core*, ossia al netto di questi due capitoli di spesa, è in fase di ripiegamento. Infatti l'incremento mese su mese di maggio è stato solo dello 0,1%.

Sullo sfondo rimane la preoccupazione che la una dinamica eventualmente disgiunta di salari e produttività spinga verso l'alto l'inflazione *core* per via di un aumento del costo del lavoro per unità di prodotto.

4. La questione della produttività USA

Uno dei quesiti centrali per la valutazione delle prospettive dell'inflazione negli USA, quindi, è l'andamento prospettico della produttività. Se allarghiamo lo sguardo ad un orizzonte temporale di medio periodo, osserviamo che, dopo il 1995, la produttività del lavoro è cresciuta molto rapidamente negli USA.²

Nel quinquennio 1995-2000 il tasso di crescita della produttività è stato del 2,5%, oltre un punto

percentuale in più rispetto al tasso di crescita della produttività registrato nei vent'anni precedenti e poco meno del tasso di crescita della produttività registrato nel dopoguerra fino alla prima metà degli anni 70. Nel quinquennio 2000-2005 si è verificata addirittura una *accelerazione della produttività* il cui tasso di crescita ha raggiunto e superato il 3%.

In termini di "storia" della dinamica della produttività, la metà degli anni 70 gioca un ruolo di spartiacque dal momento che dopo il primo shock petrolifero comincia il cosiddetto "*productivity slowdown*" ossia la grande decelerazione della produttività che ha colpito un po' tutti i paesi industrializzati e che è durata un ventennio.

L'avvento della *Information and Communication Technology (ICT)* ha consentito di "raddrizzare" la tendenza di fondo della produttività *negli Stati Uniti* riportando il tasso di crescita ai livelli sperimentati nel periodo post-bellico fino al primo shock petrolifero, ossia la cosiddetta *Golden Age* del capitalismo statunitense.

L'accelerazione della produttività sperimentata negli USA nell'ultimo decennio configura un *productivity speed up*, ossia una tendenza opposta alla delegazione degli anni 70.

Questo fenomeno è interessante e nuovo. Potrebbe trattarsi di un evento passeggero oppure potrebbe prefigurare una tendenza di più lunga lena. Comunque vale la pena di soffermarsi brevemente.

Per studiare gli andamenti della produttività si possono utilizzare i semplici strumenti della cosiddetta "contabilità della crescita" su cui ci siamo soffermati cui abbiamo dedicato un approfondimento in un precedente numero di OM.

Supponiamo che l'attività produttiva delle imprese possa essere rappresentata attraverso

² Come è noto, il 1995 è quasi unanimemente considerato una pietra miliare nella datazione della rivoluzione informatica e della nascita della *New Economy*.

una funzione di produzione i cui argomenti sono lavoro, capitale fisico e un input immateriale che chiameremo, per comodità, *stato della tecnologia o produttività totale dei fattori* (*Total Factor Productivity: TFP*). In questo contesto, supponendo che la funzione di produzione sia, come dicono gli economisti, “ben conformata” e che i rendimenti di scala siano costanti, si può dimostrare la *relazione fondamentale di contabilità della crescita* che recita

Tasso di crescita della produttività del lavoro = tasso di crescita della TFP + α tasso di crescita del rapporto tra capitale e lavoro.

dove α è un coefficiente, compreso tra zero e uno, che misura la quota del reddito che affluisce al capitale (empiricamente approssimativamente uguale a 1/3).

Dalla definizione precedente emerge quindi che un aumento della produttività del lavoro potrebbe riflettere l'accresciuta dotazione di capitale fisico per lavoratore (*capital deepening*) oppure un miglioramento della qualità della tecnologia ossia della produttività totale dei fattori in senso stretto.

La crescita della TFP è una delle manifestazioni del progresso tecnico. Un altro – e non meno rilevante – tipo di progresso tecnico è legato al miglioramento qualitativo dei fattori di produzione, di modo che ciascuno essi diventa progressivamente “più produttivo”.

L'aumento della dotazione di capitale per lavoratore, ad esempio, si accompagna quasi sempre ad una modificazione della natura del capitale disponibile. In altri termini non solo aumenta la *quantità* di capitale disponibile ad ogni lavoratore ma anche la sua *qualità*. Ciò vale in tutti i settori. Non mancano esempi in agricoltura e nell'industria manifatturiera. Il fenomeno interessante, tuttavia, sta nel fatto che

con l'avvento dell'ICT anche nei servizi si possono manifestare miglioramenti qualitativi del capitale utilizzato. Ad esempio, la dotazione di computer per lavoratore è aumentata negli anni recenti nel terziario – ossia è aumentata l'intensità capitalistica delle tecniche utilizzate – ma è ovvio che i computer che si rendono via via disponibili sono “migliori” – nel senso che elaborano più velocemente l'informazione – rispetto a quelli precedenti. Un'unità di “capitale” quindi, oggi, produce di più di un'unità di capitale ieri.

Infine anche la capacità lavorativa degli esseri umani cambia nel tempo. Il grado di istruzione e capacità professionale (*skill*) medio della forza di lavoro tende ad aumentare progressivamente. Ciò implica che un'unità di lavoro, oggi, produce di più di un'unità di lavoro ieri. In altri termini, in un certo senso il progresso tecnico accresce l'efficienza del lavoro. Per questo motivo questo tipo di progresso tecnico si dice *labour augmenting*.

In ultima analisi quindi la produttività del lavoro può crescere nel tempo per tre motivi:

- l'aumento della *qualità della forza lavoro* per effetto dell'acquisizione di nuovi *skills* o per la diffusione di quelli pre-esistenti;
- il miglioramento dello stato della tecnologia, catturato dal tasso di crescita della produttività totale dei fattori;
- l'aumento della *intensità capitalistica* della tecnica di produzione ossia della dotazione quantitativa e qualitativa del capitale per lavoratore.

Nella TAB. 1.5 sono riportati i tassi di crescita della produttività del lavoro in USA negli ultimi quindici anni presentati nel più recente *Economic Report of the President*. Si riporta anche la scomposizione del tasso di crescita

della produttività in aumento degli *skills*, aumento dell'intensità capitalistica e “*efficiency gain*” – una variabile che approssima la produttività totale dei fattori.

TAB. 1.5: Scomposizione del tasso di crescita della produttività del lavoro (tassi di crescita media annua)

	1990-95	1995-2000	2000-2005
Produttività del lavoro	1,5	2,7	3,4
-Aumento degli skill	0,4	0,3	0,4
-Capital deepening	0,5	1,1	1,1
- Guadagni di efficienza	0,6	1,3	1,9

Fonte: Economic Report of the President 2006, capitolo 2.

Nel primo quinquennio degli anni '90 il tasso di crescita della produttività era ancora ai livelli del periodo definito precedentemente come *productivity slowdown*. Nella seconda metà degli anni '90 il tasso di crescita della produttività quasi raddoppia e nella prima metà del primo decennio del nuovo secolo aumenta ancora e in misura tutt'altro che trascurabile. Siamo quindi in presenza, come si è detto, di un *productivity speed-up* che inizia, a metà degli anni '90.

Possiamo a questo punto chiederci da quale fonte origini l'accelerazione della produttività, ossia quale delle sue componenti abbia contribuito di più a spingere verso l'alto il tasso di crescita della produttività stessa. Dalla TAB. è chiaro che l'aumento della capacità lavorativa non ha giocato un ruolo rilevante perché il saggio di aumento degli *skills* è modesto e approssimativamente costante in tutti i periodi (tra 0,3 e 0,4%).

L'aumento dell'intensità capitalistica è invece un elemento importante del *productivity speedup* almeno nel quinquennio 1995-2000. Infine, dalla TAB. emerge chiaramente che è proprio

l'accumulazione di *efficiency gains* relativi alla riorganizzazione e al miglioramento qualitativo del processo produttivo, indipendentemente dalla composizione del paniere di fattori produttivi, il motore dell'accelerazione della produttività. Il tasso di crescita della TFP, che era pari allo 0,6% nel 1990-95, passa all'1,3 % nel 1995-2000 e balza a quasi il 2% nel 2000-2005.

Prima del *productivity speed-up*, il tasso di crescita della produttività del lavoro, peraltro modesto, era ripartito uniformemente tra aumento della capacità lavorativa, aumento dell'intensità di capitale e guadagni di efficienza, ciascuno dei quali era pari circa allo 0,5%. Nel 1995-2000, sia il secondo che il terzo elemento valgono circa 4 volte l'aumento delle capacità professionali. Nel più recente lustro, il tasso di crescita del *capital deepening* è circa 3 volte l'aumento degli *skills* e il tasso di crescita della TFP è quasi il doppio del *capital deepening*.

Premesso che i dati vanno interpretati con cautela perché la misurazione della TFP è necessariamente imprecisa e può contenere elementi che andrebbero più propriamente imputati all'aumento degli *skills* o al miglioramento della qualità del capitale impiegato, rimane innegabile che la rivoluzione dell' ICT ha avuto effetti pervasivi, che vanno ben al di là del migliore e più efficiente utilizzo dei singoli fattori produttivi.

L'*Economic Report of the President* sintetizza efficacemente queste tendenze come segue: “il primo incremento del tasso di crescita della produttività ... tra il 1995 e il 2000 fu dovuto all'incremento del capitale (per lavoratore), mentre la seconda spinta (alla produttività del lavoro) si è materializzata man mano che le imprese hanno imparato ad usare sempre meglio la nuova tecnologia” (p.50)

Quali sono le conseguenze macroeconomiche del *productivity speedup*? Ricordiamo innanzitutto che l'evidenza empirica mostra che nel lungo periodo l'aumento della produttività del lavoro si accompagna ad un aumento del salario reale di ammontare corrispondente. Pertanto

$$\text{Tasso di crescita della produttività del lavoro} = \text{Tasso di crescita del salario nominale} - \text{tasso di inflazione}$$

Notiamo poi che per definizione

$$\text{Tasso di crescita della CLUP} = \text{Tasso di crescita del salario nominale} - \text{tasso di crescita della produttività}$$

Nel lungo periodo quindi il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) cresce allo stesso saggio dell'inflazione. Si osservi ora che

$$\text{Tasso inflazione} = \text{tasso di crescita del CLUP} + \text{tasso di crescita del mark-up}$$

dove il *mark up* è il margine di ricarico sui prezzi. Poiché, come si è visto, nel lungo periodo il CLUP cresce allo stesso saggio dell'inflazione, evidentemente il saggio di crescita del *mark up*, è zero. In altri termini, nel lungo periodo il *mark up* rimane costante. La costanza del *mark-up* implica anche che rimanga costante la quota dei redditi da lavoro sul prodotto interno lordo.

Nel breve periodo, invece, ci possono essere differenze anche non marginali tra crescita dei salari e crescita della produttività del lavoro. Generalmente la crescita dei salari reali avviene in ritardo rispetto alla crescita della produttività. Ciò è dovuto alla riluttanza delle imprese ad assumere nuovi lavoratori nella fase iniziale

della ripresa, quando l'espansione non si è ancora consolidata. Un fenomeno ciclico ben noto, infatti, è la vischiosità dell'occupazione in corrispondenza dei punti di inversione ciclica.

In fase di recessione si manifesta generalmente una diminuzione di produttività dovuta alla riluttanza delle imprese a disfarsi della forza lavoro in eccesso (*labour hoarding*) mentre in fase di espansione si registra un aumento di produttività dovuta alla riluttanza delle imprese a accrescere la forza lavoro quando il ciclo svolta verso l'alto. Questi fenomeni si spiegano in larga misura con la presenza di costi sia di assunzione che di licenziamento (*hiring and firing costs*).

Spesso quindi si manifesta, nelle fasi iniziali del ciclo, il fenomeno della *jobless growth*. Ciò è accaduto anche nella fase espansiva partita negli USA dopo la breve recessione – dovuta alla *fear economy*, secondo la significativa e penetrante definizione di Krugman – successiva al crollo di Borsa del 2000 e all'attacco alle Torri Gemelle dell'11 settembre 2001.

Nella fase di accelerazione della produttività, poiché il saggio di crescita del salario nominale rimane ancorato al passato, il costo del lavoro per unità di prodotto cresce temporaneamente meno dei prezzi, il *mark up* aumenta e aumenta quindi la quota dei profitti sul reddito.

Successivamente, quando le imprese, convintesi della solidità dell'espansione, riprendono ad assumere, l'accresciuta domanda di lavoro accresce il tasso di aumento dei salari, facendo convergere il tasso di crescita del CLUP a quello dei prezzi. In questa fase, anzi, si possono verificare casi in cui si rovescia la forbice e il tasso di crescita dei salari supera quello della produttività del lavoro.

La "legge" empirica che associa la dinamica del salario reale alla dinamica della produttività si applica non solo in aggregato ma anche a livello

dei singoli settori o delle singole attività lavorative. E' quindi generalmente vero che impieghi a più alta crescita della produttività sono anche caratterizzati da incrementi salariali più elevati.

Ragioniamo ora brevemente sulla *dispersione salariale* ossia sulla ineguaglianza delle retribuzioni tra lavoratori dipendenti.

Se ordiniamo i salari statunitensi in senso crescente, osserviamo che il salario che si trovava nel decimo percentile – ossia al limite superiore del primo 10% dei salari, i salari più bassi – è cresciuto, nel periodo 1990-2005 del 13%. Il salario mediano – ossia il salario che divide esattamente a metà la distribuzione dei salari, di modo che il 50% dei lavoratori guadagna di più e il 50% guadagna di meno del salario mediano stesso – è cresciuto del 10%. Quindi abbiamo assistito nel periodo considerato ad una riduzione della dispersione nella “coda” bassa (di sinistra) della distribuzione dei salari.

D'altro canto il salario che si trovava nel novantesimo percentile – ossia al limite inferiore dell'ultimo 10% dei salari, i salari più alti – è cresciuto, nel periodo 1990-2005 del 18%. Quindi abbiamo assistito nel periodo considerato ad un aumento della dispersione nella “coda” alta (di destra) della distribuzione. La distanza tra il salario più basso e il salario più alto – ossia la dispersione salariale – è aumentata in ragione del fatto che il secondo è cresciuto molto più rapidamente del primo.

Una delle ragioni della crescente dispersione salariale è l'aprirsi del ventaglio delle qualifiche professionali indotto dalla rivoluzione tecnologica della ICT. In altri termini, alcuni impieghi a più elevato contenuto di competenze professionali hanno registrato una crescita della produttività più elevata negli anni 90 e quindi un più alto tasso di crescita dei salari. Si tratta di progresso tecnico *skill-biased* nel senso che

l'adozione di queste tecnologie richiede l'impiego di forza lavoro qualificata, ossia dotata delle competenze necessarie, e a più alta produttività. Ciò implica una accresciuta domanda di lavoro qualificato e una minor domanda di lavoro non qualificato che spinge verso l'alto la remunerazione dei lavoratori qualificati e apre la forbice salariale tra lavoratori *skilled* e non *skilled*.

La crescita della TFP non è stata uniforme nei diversi settori. Nel periodo 2000-2004, nell'industria manifatturiera la TFP è cresciuta dell'1% circa, nel settore finanziario di meno del 2%, nella distribuzione di oltre il 2%, nei comparti *high tech* di oltre il 5%. Comprensibilmente questi comparti sono il motore della crescita della produttività totale dei fattori. Ma vi sono segmenti ad alta crescita della TFP anche nel settore dei servizi. L'informatizzazione ha infatti radicalmente mutato anche il modo di produrre e vendere servizi (basti pensare alla grande distribuzione commerciale).

In un certo senso, negli ultimi venti anni è cambiato il modo in cui si guarda al progresso tecnico. Nei decenni della grande decelerazione si pensava che il progresso tecnico venisse incorporato nei processi produttivi dell'industria manifatturiera e dell'agricoltura. Il settore terziario veniva considerato un comparto strutturalmente refrattario all'adozione di nuove tecniche. Lo stesso *productivity slowdown* è stato da alcuni attribuito alla tendenza di fondo alla terziarizzazione rintracciabile nell'evoluzione di lungo periodo dei sistemi economici di mercato.

Poiché la terziarizzazione accresce necessariamente il peso dei servizi sul valore aggiunto complessivo e poiché, secondo gli estensori di questa teoria, il terziario è caratterizzato da una bassa crescita della

produttività, l'aumento del peso del terziario si accompagna necessariamente, per effetto di una semplice ragione algebrica, ad una riduzione del tasso di crescita della produttività.

Nell'era del *productivity speedup* tuttavia, per i motivi visti sopra, la terziarizzazione non si accompagna necessariamente alla decelerazione della produttività perché il progresso tecnico si incorpora anche e soprattutto nel processo produttivo nel settore dei servizi.

Si osservi infine che gli Stati Uniti hanno una posizione unica nel panorama della crescita della produttività. Solo gli USA infatti sperimentano un'accelerazione della produttività negli ultimi 15 anni mentre in Europa vale il contrario ossia la produttività decelera. Su questo tema torneremo tra breve. Per il momento richiamiamo l'attenzione sui dati contenuti nella TAB. 1.6 che riporta un confronto tra USA ed Eurozona a partire dal 1990 in termini di crescita complessiva della produttività, TFP e *capital deepening*. Sotto tutti i profili, l'Eurozona sta chiaramente perdendo terreno (*lagging behind*).

TAB. 1.6: Scomposizione del tasso di crescita della produttività del lavoro: un confronto tra USA ed Europa (tassi di crescita media annua)

	1990-95	1995-2000	2000-2005
Produttività del lavoro USA	1,5	2,7	3,4
Produttività del lavoro Eurozona	2,1	1,5	1,2
Capital deepening USA	0,5	1,1	1,1
Capital deepening Eurozona	0,9	0,5	0,5
TFP USA	0,6	1,3	1,9
TFP Europa	1,2	1,1	0,7

Fonte: per gli USA: Economic Report of the President, 2006; per l'Eurozona, Bollettino mensile della BCE, aprile 2007.

5. Eurozona: avvenuta la svolta, si valuta la forza della ripresa

Per l'Eurozona i dati relativi al primo trimestre 2007 sono soddisfacenti ma non brillanti. Il tasso di crescita congiunturale è stato dello 0,6% (2,4% annualizzato), quattro volte il tasso di crescita degli USA nello stesso periodo ma ben al di sotto dello 0,9% del quarto trimestre 2006 (3,6% annualizzato) registrato nell'Eurozona.

Nella TAB. 1.7 riportiamo i tassi di crescita congiunturali (non annualizzati) negli ultimi tre trimestri del PIL e delle principali componenti della domanda aggregata.

E' interessante osservare come sia cambiata la composizione della crescita. Mentre nel quarto trimestre 2006 la crescita era stata trainata dalla domanda estera, in questo primo scorcio del 2007 si è avuto un notevole contributo alla crescita proveniente dalla domanda interna, essenzialmente investimenti ed accumulazione delle scorte.

La domanda estera netta, che aveva fornito un contributo positivo e rilevante alla crescita nello scorcio finale del 2006 ha fornito un impulso negativo nel primo trimestre del 2007. Il contributo delle scorte, viceversa, che era stato negativo nello scorcio finale del 2006, è stato positivo nel primo trimestre del 2007.

TAB. 1.7: Eurozona: PIL e componenti della domanda (tassi di variazione congiunturale)

	III-06	IV-06	I-07
PIL	0,6	0,9	0,6
Consumi	0,7	0,4	-0,1
Investimenti	1,0	1,5	2,5
Spesa pubblica	0,6	0,4	0,8
Esportazioni	1,4	3,5	0,3
Importazioni	2,1	1,7	1,6

Fonte: BCE, Bollettino mensile, giugno 2007

L'ammontare del contributo alla crescita proveniente dalla variazione delle scorte è stato

molto rilevante – in valore assoluto – in entrambi i casi.

La spiegazione di questi fenomeni va cercata essenzialmente nella dinamica congiunturale registratasi in Germania, dato il notevole peso che questo paese ha nel PIL dell'Eurozona. Ad esempio la modesta flessione dei consumi nel primo trimestre del 2007 nell'Eurozona risente dell'effetto dell'inasprimento dell'IVA in Germania, ossia uno shock transitorio che non dovrebbe lasciare tracce durature nella dinamica del consumo in futuro.

L'aumento dell'IVA annunciato da tempo ha indotto un'anticipazione dei consumi nel quarto trimestre del 2006. Se a ciò si aggiunge l'eccezionale dinamica degli ordini dall'estero, ci si rende conto che lo scorcio finale del 2006 ha sottoposto le imprese tedesche a forti pressioni dal lato della domanda finale.

Esse hanno generalmente fronteggiato la domanda mantenendo la produzione su un sentiero di crescita moderato e decumulando scorte di prodotti finiti.

In apertura del 2007, ridottosi fisiologicamente il ritmo della domanda finale, le imprese hanno preferito continuare a produrre a un ritmo moderato al fine di ricostituire i magazzini. In altri termini, l'effetto di segno opposto del contributo delle scorte alla crescita del PIL si spiegherebbe con l'intenzione delle imprese di mantenere la produzione su un sentiero di crescita moderato che non risentisse della volatilità di breve periodo della domanda finale. L'accumulo di scorte in apertura del 2007 si basa implicitamente su un clima di aspettative sul futuro della domanda da parte delle imprese ancora positive.

Il fenomeno è stato comunque esacerbato da un problema di misurazione. Nel quarto trimestre del 2006, per effetto di un ritardo di registrazione, sono state contabilizzate

esportazioni tedesche avvenute in realtà in precedenza. Ciò ha comportato un incremento anomalo del contributo alla crescita delle esportazioni nette. L'istituto centrale di statistica tedesco ha corretto questa distorsione con una distorsione di segno opposto, di natura eminentemente contabile, nella variazione delle scorte del quarto trimestre 2006.

TAB. 1.8: Eurozona: Crescita del PIL nei principali paesi (tassi di variazione congiunturale)

	IV-06	I-07
Germania	1,0	0,5
Francia	0,5	0,5
Italia	1,1	0,3
Spagna	1,2	1,0

Anche in Italia, il dato del primo trimestre 2007 (0,3%) ridimensiona la velocità di corsa registrata nel quarto trimestre 2006 (1,1) – si veda la TAB. 1.8 – che è risultata addirittura superiore a quella della Germania e appena inferiore a quella della Spagna. La performance positiva dell'Italia nello scorcio finale del 2006 è il dato migliore dal 1999. Anche nel caso italiano, probabilmente la dinamica del PIL nel quarto trimestre è stata sovrastimata da problemi di misurazione della produzione industriale.

Nella TAB. 1.9 si trovano i dati relativi alla dinamica su base trimestrale del PIL e i contributi alla crescita delle principali voci della domanda aggregata in Italia.

La domanda interna ha contribuito alla crescita del PIL nel primo trimestre del 2007 per 6 decimi di punto percentuale. La domanda estera netta ne ha aggiunti altri 4. Il dato aggregato, pari allo 0,3%, è dovuto al contributo negativo delle scorte, che hanno sottratto 7 decimi di punto alla crescita.

TAB. 1.9: Italia: PIL (tassi di variazione congiunturale) e contributi alla crescita delle principali componenti della domanda

	III-06	IV-06	I-07
PIL	0,3	1,1	0,3
Consumi	0,3	0,2	0,4
Investimenti	-0,1	0,4	0,2
Spesa pubblica	0,0	0,0	0,0
Esportazioni nette	-1,1	0,7	0,4
Variazione scorte	1,1	-0,1	-0,7

Fonte: Istat

Se allarghiamo l'orizzonte di analisi e guardiamo ai due trimestri a cavallo tra il 2006 e il 2007 possiamo concludere che le grandi economie dell'Europa continentale "in sofferenza" nei primi anni dell'UME, ossia la Germania e l'Italia, sembrano uscite dal tunnel della semi-stagnazione. Si segnala inoltre, sempre su un orizzonte un po' più ampio del singolo trimestre, una certa vivacità sia degli investimenti che dei consumi in entrambi i paesi. Ci sono sintomi quindi di un mutamento qualitativo della ripresa da fenomeno trainato dalla domanda estera netta a fenomeno auto-propulsivo legato alla vivacità della domanda interna.

La Francia ha invece registrato nel semestre a cavallo tra il 2006 e il 2007 un tasso di incremento della produzione piuttosto limitato. Inoltre sia in Francia che in Spagna i consumi delle famiglie si sono dimostrati meno vivaci del recente passato. Si ricorda che in questi paesi la domanda interna costituiva già la componente più dinamica della domanda aggregata. Quella spagnola è l'economia più vulnerabile, anche per la debolezza del mercato immobiliare.

Per quanto riguarda l'inflazione nell'Eurozona, essa si colloca attualmente (maggio 2007) all'1,9%, lo stesso dato registrato anche nei due mesi precedenti. Permane qualche pressione al

rialzo, anche se si rimuove la notevole volatilità dei prezzi delle materie prime. L'intonazione della politica monetaria della BCE, che resta quindi prudente, si sta traducendo in un processo di graduale e prevedibile rialzo dei tassi – nel corso dell'anno si sono avuti incrementi a marzo e giugno per 25 punti base in ciascuna occasione – su cui ci soffermeremo tra breve.

6. La dispersione delle performance macroeconomiche nazionali nell'area Euro

Nel dibattito precedente l'avvio dell'UME, uno degli argomenti spesso utilizzati a sostegno dell'unificazione monetaria era la congettura – che potremmo definire "integrazionista" – secondo la quale la rinuncia alla flessibilità del cambio e alla sovranità monetaria da parte dei singoli paesi avrebbe accelerato la convergenza dei tassi di crescita delle diverse economie. Differenziali di crescita rilevanti e persistenti costituiscono un duplice problema per i fautori dell'integrazione. In primo luogo essi inducono le autorità nazionali a perseguire politiche di stabilizzazione macroeconomica all'interno dei singoli paesi, che possono esacerbare i differenziali stessi e creare tensioni, anche di natura politica, all'interno dell'area monetaria. In secondo luogo se le economie partecipanti all'unione monetaria si muovono lungo sentieri diversi, una scelta di politica economica comune ha effetti asimmetrici col rischio, ancora una volta, di alimentare tensioni all'interno dell'area monetaria.

A distanza di quasi un decennio dall'inizio dell'UME, avendo accumulato una mole non irrilevante di dati, ci si comincia ad interrogare sulla validità empirica della congettura integrazionista. Ne discutiamo brevemente facendo riferimento ad un saggio recentemente

apparso sul bollettino mensile della BCE di aprile 2007.³

Da cosa dipendono i differenziali di crescita? In ultima analisi essi si possono ricondurre a due motivazioni:

- livelli di reddito pro-capite e dinamiche dell'output diverse associate a sentieri di crescita di lungo periodo diversi,
- diversi tipi di risposta macroeconomica ad uno shock.

La prima motivazione è tipicamente di “lungo periodo”. Come è noto, le velocità di crescita erano molto diverse all'inizio della avventura dell'unificazione monetaria europea, a testimonianza di livelli di partenza – in termini di reddito pro-capite – delle economie nazionali sostanzialmente diversi.

Se un paese sta effettuando il *catching up*, ossia si colloca su un sentiero di crescita sostenuto al fine di avvicinarsi al livello del reddito pro-capite dei paesi più avanzati – è ovvio che esso cresca ad un tasso diverso e più alto di quello dei paesi già più avanzati. In questo caso un differenziale di crescita positivo a favore del paese “inseguitore” rispetto al paese “inseguito” è nell'ordine naturale delle cose. Come è noto, sull'ipotesi della convergenza – una predizione implicita dei modelli di crescita tradizionali – c'è stato e c'è tuttora molto dibattito. In buona sostanza tale predizione sembra valere solo per un gruppo limitato di paesi riconducibile quelli attualmente industrializzati (*convergence club*). I paesi partecipanti all'UME fanno parte di questo club. E' quindi ragionevole supporre che almeno in parte paesi come la Grecia, l'Irlanda e la Spagna, stiano crescendo così rapidamente anche per effetto del *catching up*.

La seconda motivazione è invece legata a sviluppi macroeconomici di “breve periodo”. Se un paese viene colpito da uno shock asimmetrico – ossia uno shock non comune a tutti i paesi partecipanti all'unione monetaria – è del tutto ovvio che il suo tasso di crescita ne risenta. Si genera, in questo caso, una forbice con il tasso di crescita dei paesi non colpiti dallo shock.

Nella TAB. 1.10 si riportano i tassi di crescita dei principali paesi partecipanti all'attuale UME (esclusa la Slovenia) su un orizzonte temporale di quasi 40 anni. Il trentennio precedente l'UME è diviso in decenni. Gli anni '90 sono distinti inoltre in due parti per evidenziare la differenza di performance macroeconomica nella seconda metà degli anni '90 che, per gli 11 paesi partecipanti al primo gruppo, è stato di preparazione all'ingresso nell'UME.

Nell'ultima riga della TAB. compare una misura sintetica dell'intensità dei differenziali di crescita, ossia della dispersione dei tassi di crescita rispetto alla media europea, la *deviazione standard*⁴ Infine nell'ultima riga abbiamo calcolato il *coefficiente di variazione*, ossia il rapporto tra la deviazione standard e il tasso di crescita medio del gruppo di paesi facenti parte dell'attuale Eurozona.

In termini di tasso di crescita l'area Euro ha registrato sostanzialmente un progressivo decremento passando dal 3,7% medio annuo degli anni '70 all'1,9% del periodo UME (1999-2006). La deviazione standard ha avuto invece un andamento altalenante, diminuendo negli anni '80, aumentando negli anni '90 e diminuendo nuovamente nel periodo dell' UME.

³ “Output growth differentials in the Euro area: sources and implications”, Bollettino mensile della BCE, aprile 2007

⁴ Nell'articolo si distingue tra una deviazione standard ponderata, che tiene conto del diverso peso delle economie nazionali, e una deviazione standard non ponderata. Nel testo, per semplicità, utilizziamo solo i dati della deviazione standard non ponderata.

TAB. 1.10 UME: tassi di crescita del PIL e loro dispersione

	70-79	80-89	90-94	95-98	99-05
Germania	3,2	1,9	3,0	1,7	1,2
Francia	3,8	2,5	1,3	2,2	2,1
Italia	4,0	2,6	1,1	1,7	1,2
Spagna	3,9	2,7	1,7	3,4	3,7
Irlanda	4,7	3,1	4,3	10,0	6,8
Grecia	5,5	0,8	0,8	2,9	4,3
Finlandia	4,1	3,5	-1,4	4,7	3,1
Area Euro	3,7	2,3	1,9	2,3	1,9
Deviaz.stand.	2,3	1,6	2,1	2,4	1,9
Coeff.var.	0,62	0,70	1,11	1,04	1,00

Fonte BCE, bollettino mensile, aprile 07

La deviazione standard era di poco superiore a 2 negli anni '70, periodo nel quale il tasso di crescita medio era elevato, è scesa a 1,6 negli anni '80 per poi risalire negli anni '90 più o meno allo stesso livello degli anni '70. Negli anni '80 e '90 però il tasso medio di crescita dei paesi attualmente appartenenti all'area euro è stato sensibilmente più basso, oscillando attorno al 2%. Il *coefficiente di variazione*, quindi, ossia il rapporto tra la deviazione standard e la media, è salito continuamente toccando un picco nella prima metà degli anni '90.

Il primo lustro degli anni '90 in effetti è caratterizzato da andamenti ciclici asimmetrici. Basti pensare all'accelerazione della crescita in Irlanda e, sul versante opposto alla recessione in Finlandia, colpita da una grave crisi finanziaria. Anche la performance macroeconomica dell'Italia e della Francia è deludente. Nel caso italiano, il dato di periodo è influenzato dalla recessione del '93 indotta dalla crisi valutaria e dalla manovra di rientro dallo squilibrio di finanza pubblica.

Nella seconda metà degli anni '90 - ossia nel periodo di preparazione - e nel 1999-2005 -

ossia nel nuovo regime di integrazione monetaria - il coefficiente di variazione è diminuito.

Durante l'UME Germania e Italia si sono situati al di sotto della media europea, Irlanda, Grecia, Spagna e Finlandia al di sopra. Mentre per l'Irlanda, tuttavia, si tratta di una continuazione, a UME avviata, di un processo iniziato in precedenza legato ad una strategia di crescita trainata dagli investimenti diretti provenienti dall'estero, per Grecia e Spagna sembra esserci una chiara corrispondenza temporale tra la costituzione dell'UME e la accelerazione della crescita, così come per Germania e Italia c'è una chiara corrispondenza temporale tra costituzione dell'UME e decelerazione della crescita.

Sebbene ci sia qualche segnale di convergenza, soprattutto in termini di coefficiente di variazione, i differenziali di crescita ci sono ancora e sono persistenti. La mancata convergenza sembra attribuibile a fattori di trend ossia di "lungo periodo" e non di ciclo. La sincronizzazione del ciclo, infatti, ossia la correlazione degli andamenti di breve periodo, secondo un recente studio, è aumentata.⁵

Quali fattori di lungo periodo si trovano all'origine dei differenziali di crescita? Per studiarli richiamiamo la relazione fondamentale di contabilità della crescita presentata più sopra.

$$\text{Tasso di crescita della produttività del lavoro} = \text{tasso di crescita della TFP} + \alpha \text{ tasso di crescita del rapporto tra capitale e lavoro.}$$

Ricordiamo che, per definizione

⁵ D. Giannone e L. Reichlin (2006), "Trends and Cycles in the Euro area: how much heterogeneity and should we worry about it?" BCE working paper n. 595.

Tasso di crescita dell'output = Tasso di crescita della produttività oraria del lavoro + Tasso di crescita delle ore lavorate.

Il tasso di crescita delle ore lavorate, a sua volta, riflette l'andamento dell'orario di lavoro effettivo (ossia delle ore lavorate per lavoratore) e quello dell'occupazione.

Pertanto il differenziale di crescita tra due paesi è influenzato dai seguenti fattori:

- differenze nella dinamica demografica, nel tasso di disoccupazione e nell'orario effettivo di lavoro, che generano un differenziale nel tasso di crescita delle ore lavorate totali;
- differenze nel tasso di crescita della produttività totale dei fattori;
- differenze nel tasso di variazione dell'*intensità capitalistica* della tecnica di produzione.⁶

Per semplicità ci concentreremo sulla scomposizione della produttività del lavoro, ignorando i differenziali di crescita attribuibili ai differenziali delle ore complessivamente lavorate.

Nella TAB. 1.11 riportiamo i tassi di crescita della produttività oraria del lavoro dei principali paesi partecipanti all'attuale UME.

Anche in termini di tasso di crescita della produttività l'area Euro ha registrato un progressivo decremento passando dal 4,3% medio annuo degli anni '70 all'1,2% del periodo UME (1999-2005). Analogamente la deviazione standard ha avuto un andamento decrescente, con l'unica eccezione della seconda metà degli anni '90.

TAB. 1.11 Tassi di crescita della produttività del lavoro e loro dispersione nei paesi partecipanti all'UME

	70-79	80-89	90-94	95-98	99-05
Germania	4,1	2,0	2,4	2,1	1,5
Francia	4,5	3,2	1,9	1,3	2,1
Italia	4,5	2,1	1,9	1,2	0,4
Spagna	4,6	3,4	1,8	0,2	0,5
Irlanda	4,8	4,0	3,5	6,0	3,8
Grecia	5,6	0,3	0,0	1,9	3,7
Finlandia	4,5	3,0	3,1	2,8	2,1
Area Euro	4,3	2,5	2,1	1,5	1,2
Deviaz.stand.	2,3	2,1	1,7	2,1	1,5
Coeff.var.	0,53	0,84	0,81	1,40	1,25

Fonte BCE bollettino mensile aprile 07

Poiché il tasso di crescita medio europeo della produttività è diminuito più rapidamente della dispersione, il coefficiente di variazione, ossia il rapporto tra la deviazione standard e la media, è salito continuamente toccando un picco superiore a uno nel periodo di preparazione all'ingresso nell'UME. Nel periodo 1999-2005, ossia nel nuovo regime di integrazione monetaria, il coefficiente di variazione è diminuito.

Nella TAB. 1.12 riportiamo i tassi di crescita della produttività totale dei fattori.

Il quadro delle tendenze è simile a quello della TAB. precedente e quindi non richiede ulteriori commenti. Notiamo solo che in termini di coefficiente di variazione, l'intensità dei differenziali di crescita non è mai diminuita nell'arco temporale considerato, neppure dopo la costituzione dell'UME.

⁶ Si ignorano per semplicità i fenomeni di progresso tecnico *labour augmenting* (aumento degli skills) e *capital augmenting*.

TAB. 1.12 Tassi di crescita della TFP e loro dispersione nei paesi partecipanti all'UME

	70-79	80-89	90-94	95-98	99-05
Germania	2,8	1,4	1,8	1,4	1,0
Francia	2,7	2,0	0,7	0,9	1,2
Italia	3,0	1,3	0,7	0,7	-0,1
Spagna	2,7	2,2	0,4	0,2	0,0
Irlanda	2,8	2,4	2,8	6,0	2,7
Grecia	3,1	-0,6	-0,6	1,4	2,5
Finlandia	3,0	2,1	1,2	3,4	1,9
Area Euro	2,9	1,6	1,2	1,1	0,7
Deviaz.stand.	2,1	1,8	1,5	1,9	1,3
Coeff.var.	0,72	1,12	1,25	1,72	1,85

Fonte BCE bollettino mensile aprile 07

Per completezza, riportiamo anche gli andamenti dell'intensità capitalistica, racchiusi nella TAB. 1.13. Notiamo in primo luogo che la deviazione standard è molto più piccola che nel caso della TFP. In altri termini il differenziale di incremento dell'intensità capitalistica è molto più contenuto del differenziale di crescita della TFP. Il differenziale di crescita della TFP, peraltro, è grosso modo dello stesso ordine di grandezza di quello della produttività, come si può notare confrontando i valori contenuti nella penultima riga delle tabelle 1.11 e 1.12.

Inoltre, vale la pena osservare che il coefficiente di variazione, nel caso del *capital deepening*, diminuisce dopo la costituzione dell'UME.

In ultima analisi sembra piuttosto chiaro che dei fattori di lungo periodo considerati finora quello che dà conto meglio della persistenza dei divari di crescita tra economie nazionali nell'ambito dell'UME è il tasso di crescita della TFP.

L'Eurozona soffre non solo di una condizione di "ritardo" rispetto agli USA in termini di crescita della produttività dovuta all'insufficiente tasso di crescita della TFP, ma anche di una condizione di persistente divario di crescita tra

paesi membri dovuta alla dispersione della performance della TFP. Ne discendono – come già detto in apertura – conseguenze non banali per un buon funzionamento della unione monetaria.

TAB. 1.13 Tassi di crescita dell'intensità di capitale e loro dispersione nei paesi partecipanti all'UME

	70-79	80-89	90-94	95-98	99-05
Germania	1,3	0,6	0,6	0,8	0,5
Francia	1,7	1,1	1,2	0,4	0,9
Italia	1,5	0,9	1,2	0,6	0,5
Spagna	1,9	1,2	1,4	0,0	0,5
Irlanda	2,0	1,6	0,7	0,0	1,2
Grecia	2,5	0,8	0,6	0,5	1,2
Finlandia	1,6	0,9	1,9	-0,7	0,3
Area Euro	1,5	0,8	0,9	0,5	0,5
Deviaz.stand.	0,6	0,6	0,8	0,7	0,6
Coeff.var.	0,4	0,75	0,89	1,40	1,2

Fonte BCE bollettino mensile aprile 07

7. Tassi e aggregati monetari in Europa

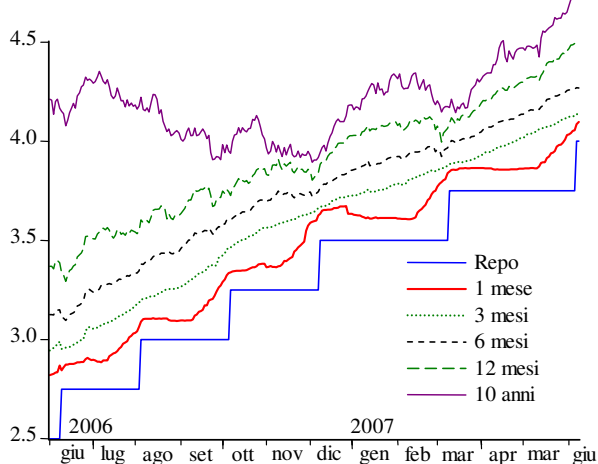
A giugno 2007 la BCE ha portato il Repo al 4%, ma la serie di aumenti non può dirsi affatto conclusa perché è tuttora presente un pericolo inflazionistico. Negli ultimi mesi tutti i tassi di mercato si sono mossi in aumento, mentre qualche flessione si è notata nella crescita degli aggregati - M3 a parte che continua a svilupparsi a un ritmo eccessivo. In Italia la crescita della raccolta bancaria e dei prestiti rimane elevata, pur se le erogazioni alle famiglie stanno decelerando. Anche il 2006 è inoltre risultato un anno favorevole per i bilanci bancari.

I rendimenti di mercato nell'Eurozona

Nel corso del 2007 il Repo ha subito due incrementi di 25 punti base, il primo a marzo e il secondo a giugno. Il tasso ufficiale della Eurozona è ora al 4% e, per trovare un valore più elevato, si deve tornare al lontano settembre 2001.

I tassi di mercato (Euribor e Eurirs) hanno seguito, pur con significative oscillazioni, una tendenza al rialzo e ora sono al loro livello massimo degli ultimi mesi (FIG. 1.4).

FIG. 1.4: Il Repo e i tassi di mercato nell'Eurozona

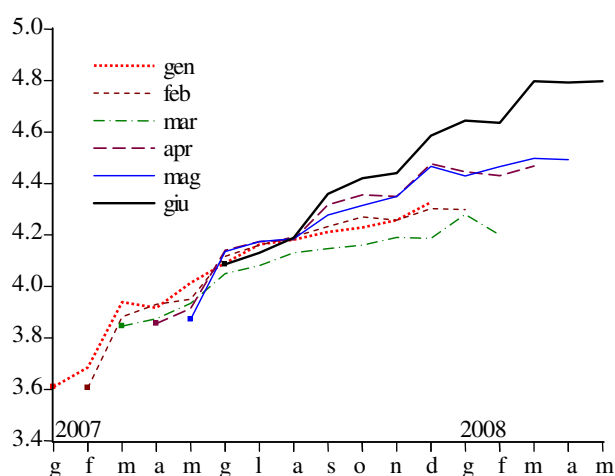


Fonte: BCE, Euribor® e Reuters; periodo: 1 giugno 2006 – 8 giugno 2007. Tassi: fino a 12 mesi Euribor, 10 anni Eurirs.

Le aspettative del mercato.

L'evoluzione delle aspettative sull'andamento futuro dell'Euribor è riportata nella FIG. 1.5, dove le diverse linee rappresentano il rendimento dell'Euribor a 1 mese nei giorni successivi al Consiglio Direttivo con i relativi tassi impliciti. I dati si riferiscono al 2007.

FIG. 1.5: L'evoluzione delle aspettative sull'Euribor a scadenza mensile



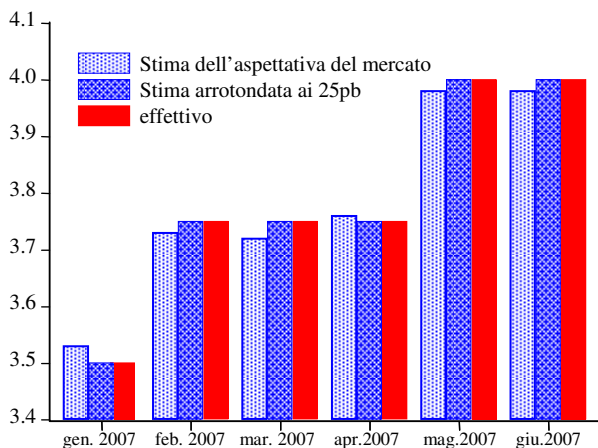
Fonte: Euribor® e nostre elaborazioni. Le linee si riferiscono al giorno successivo la riunione del Consiglio Direttivo.

Dalla figura risulta innanzitutto evidente che le aspettative a breve termine del mercato sono sempre state successivamente soddisfatte. Il dato d'inizio di ogni linea si situa infatti in prossimità della curva dei tassi impliciti all'indomani delle precedenti riunioni. Il fatto che il tasso effettivo sia sempre lievemente inferiore a quello implicito è semplicemente dovuto al cosiddetto "premio di liquidità" che distorce verso l'alto il livello dei tassi impliciti stessi. In effetti, la convenzione introdotta dalla BCE alla fine del 2005 di inserire nella parte introduttiva della Conferenza Stampa del Presidente l'espressione "strong vigilance" per segnalare con un mese d'anticipo l'intenzione di aumentare il tasso ufficiale ha avuto come conseguenza che, dopo ogni Conferenza, il mercato conoscesse già il tasso che sarebbe stato

deciso nella riunione successiva. Questo risultato è ben visibile dalla FIG. 1.6, che riporta una nostra misura delle aspettative del mercato (data dal tasso implicito a 1-2 mesi al netto del suo differenziale storico col Repo) insieme ai veri valori del tasso ufficiale: anche nel 2007, come già nell'anno precedente, le previsioni a un mese del mercato sono risultate praticamente "perfette".

La situazione è però parzialmente diversa quando si passa a un orizzonte temporale più lungo. In questo caso si nota uno spostamento verso l'alto delle curve dei tassi impliciti relativi al 2007-2008: il primo è avvenuto ad aprile, il secondo a giugno. In entrambe le occasioni il mercato ha rivisto, anche se di poco, le sue aspettative verso l'alto e ora è ritenuto probabile un ulteriore aumento di 25 punti base a settembre o al più ad ottobre.

FIG. 1.6: Decisioni sul Repo e previsioni del mercato un mese prima



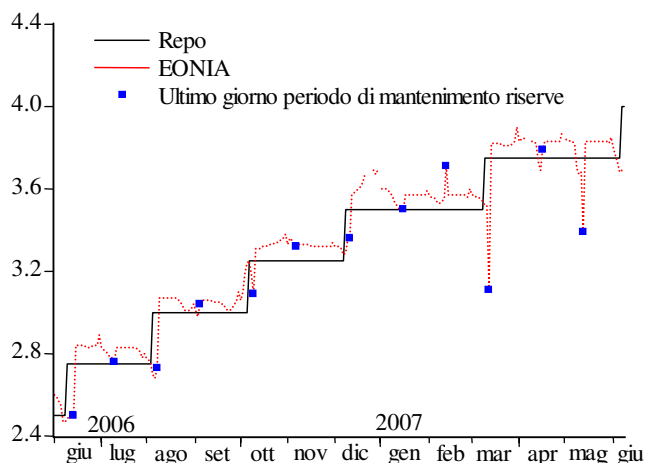
Fonte: BCE, Euribor® e nostre elaborazioni. Le previsioni si riferiscono al giorno successivo alla riunione del Consiglio Direttivo.

L'Eonia e la liquidità del sistema

L'andamento giornaliero dell'Eonia e del Repo sono riportati nella FIG. 1.7 dalla quale emerge come nel 2007 non si sia mai verificata alcuna

importante carenza di liquidità per il sistema bancario. Il tasso *overnight* è sempre rimasto sopra il tasso ufficiale, con uno *spread* di poco inferiore alla sua media storica e vicino a quello del tasso marginale sulle operazioni di rifinanziamento principale. Grazie anche a significative operazioni di *fine tuning* attivate dalla BCE, le condizioni di liquidità del sistema sono state nel complesso abbastanza "neutrali", con l'unica eccezione dell'ultimo giorno dei periodi di mantenimento della riserva obbligatoria di marzo e maggio, quando l'eccessiva liquidità ha portato l'EONIA ben al di sotto del tasso ufficiale.

FIG. 1.7: L'andamento dell'Eonia e del Repo

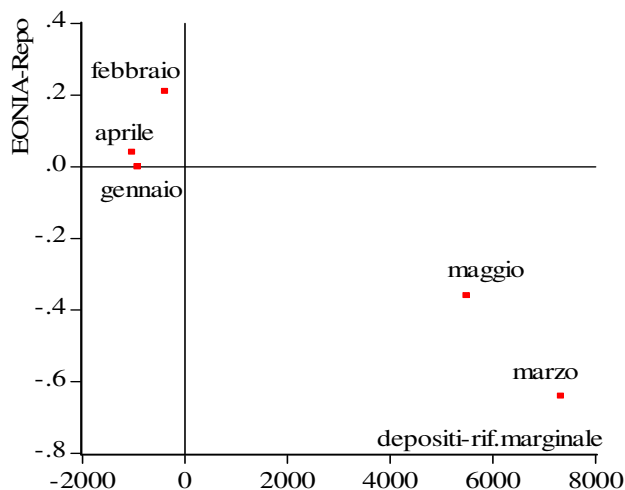


Fonte: BCE, Eurepo e nostre elaborazioni; periodo: 1° giugno 2004 - 6 giugno 2007

L'eccesso di liquidità che ha contrassegnato queste due date è stato infatti particolarmente rilevante. A marzo, un'operazione di *fine-tuning*, attivata per contrastare un eccesso di liquidità stimato dalla BCE in 10,5 miliardi di euro, ha assorbito solo 2,3 miliardi. Analogamente, a maggio, un'operazione di *fine tuning* annunciata per 7,5 miliardi è riuscita ad assorbire solo 2,5 miliardi di liquidità. L'EONIA è così sceso sotto il Repo rispettivamente di 64 e 36 punti base, mentre, nel contempo, le banche hanno fatto massicciamente ricorso ai depositi con

l'Eurosistema. Quanto accaduto è ben visibile anche dalla FIG. 1.8 che mette in relazione lo *spread* Eonia-Repo nell'ultimo giorno di mantenimento della riserva obbligatoria nel 2007 col corrispondente eccesso di liquidità, approssimato dalla differenza fra i depositi presso l'Eurosistema e i rifinanziamenti marginali.

FIG. 1.8: Spread Eonia-Repo e eccesso di liquidità del sistema nell'ultimo giorno di mantenimento della riserva obbligatoria



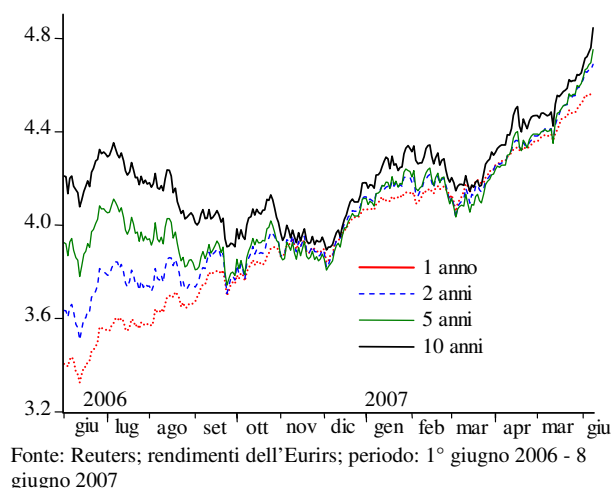
Fonte: BCE, Eurostat e nostre elaborazioni; periodo: gennaio - maggio 2007 (valori in miliardi di euro).

I tassi a lunga nell'Eurozona

I tassi a medio-lungo termine dell'area-Euro, qui rappresentati dai rendimenti delle varie scadenze dell'Eurirs, hanno subito un significativo rialzo (dell'ordine di mezzo punto) da marzo a giugno di quest'anno. Un fenomeno interessante che ha caratterizzato gli ultimi 8-9 mesi è che il differenziale tra i rendimenti di diversa scadenza dell'Eurirs è molto basso (FIG. 1.9). A differenza del 2006, in cui di fronte a un tasso a 1 anno in regolare rialzo si manifestava una sostanziale controtendenza dei tassi a lunga, nell'ultimo periodo i movimenti di tutti i rendimenti di mercato sono risultati omogenei,

indipendentemente dalla scadenza. La curva dei tassi per scadenza, quindi, è sempre rimasta sostanzialmente piatta nonostante generalizzati spostamenti verso l'alto dei rendimenti.

FIG. 1.9: I tassi a medio e lungo termine nell'Eurozona



Fonte: Reuters; rendimenti dell'Eurirs; periodo: 1° giugno 2006 - 8 giugno 2007

Tassi europei e tassi americani

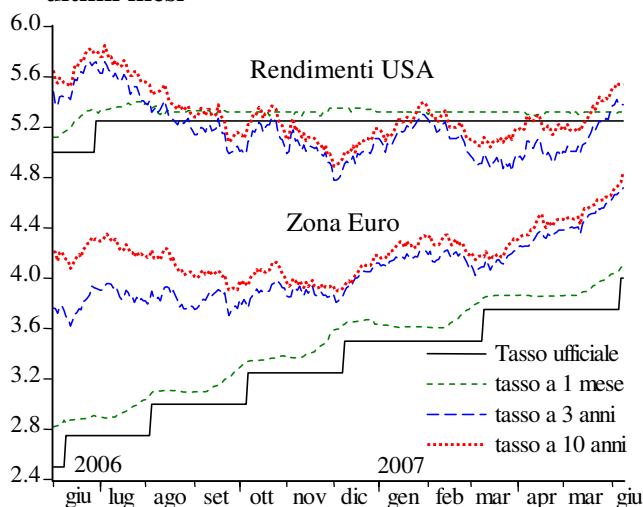
Per quanto riguarda i tassi a breve, la dinamica dei tassi europei negli ultimi 12 mesi non appare per nulla correlata a quella dei corrispondenti tassi americani. Il motivo di ciò è riconducibile alla diversa tendenza dei rispettivi tassi ufficiali, cui i tassi a breve sono collegati (FIG. 1.10)

Nella zona Euro la Banca Centrale Europea ha infatti continuato la sua politica di aumento del Repo, mentre il tasso ufficiale americano è fermo al 5,25% dal 29 giugno 2006.

Questa diversa tendenza ha provocato un significativo ridimensionamento del differenziale fra i tassi a più breve scadenza tra le due sponde dell'Atlantico. In particolare, in un anno, lo scarto tra il Libor a 1 mese in dollari e l'Euribor si è ridotto di circa 100 punti base (da 2,30 punti a 1,30 circa). Questa tendenza è destinata a perdurare ancora per qualche tempo, seppure a ritmo molto più modesto, data

l'aspettativa di un ulteriore incremento dei tassi europei. La riduzione del differenziale fra i tassi americani ed europei è invece più moderata per i rendimenti a lunga, il cui *spread* di partenza era per altro più contenuto: nello stesso periodo il differenziale del decennale si è infatti ridotto di circa 65 punti base (da 1,54 punti a 0,80 circa). A differenza dei tassi a breve, inoltre, le fluttuazioni dei tassi a lunga - più sensibili a fenomeni mondiali - sono avvenute in quasi perfetta sintonia nelle due aree economiche (FIG. 1.10 e TAB 1.14): anche nel periodo marzo-giugno 2007 la tendenza all'aumento dei tassi, pur leggermente più elevata nel vecchio continente, ha coinvolto sia l'Eurozona che gli Stati Uniti.

FIG. 1.10: I tassi europei ed americani negli ultimi mesi



Fonte: BCE, Euribor®, Reuters e Fed; periodo: 1° giugno 2006 – 8 giugno 2007

Un processo che ha caratterizzato entrambe le aree negli ultimi mesi è l'appiattimento delle curve dei rendimenti per scadenza: negli Stati Uniti la differenza fra i rendimenti a breve e a lunga ha raggiunto un minimo storico. In Europa, il differenziale positivo a favore dei tassi a lunga rimane, ma il suo valore si è molto ridimensionato nel tempo.

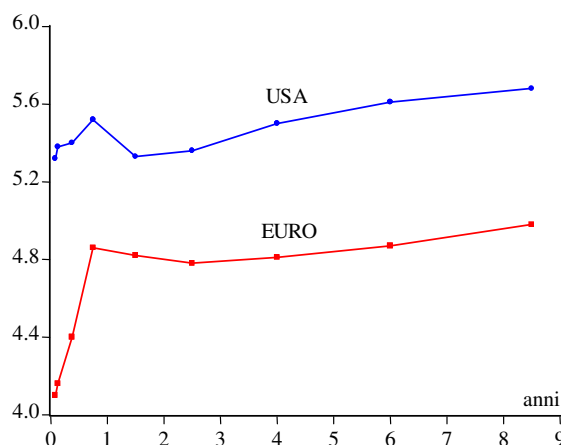
TAB. 1.14: Correlazione fra le variazioni dei tassi europei ed americani

scadenza	variazioni	
	settimanali	mensili
1 mese	0,13	0,20
1 anno	0,47	0,51
3 anni	0,61	0,78
10 anni	0,60	0,88

Fonte: BCE, Euribor®, Reuters, Fed e nostra elaborazione; periodo: 1° giugno 2006 – 8 giugno 2007.

Le curve dei tassi impliciti delle due aree, costruite in base ai valori di Euribor, Libor e *swaps* all'8 aprile 2007 sono riportate nella FIG. 1.11.

FIG. 1.11: Tassi impliciti nell'Eurozona e negli USA



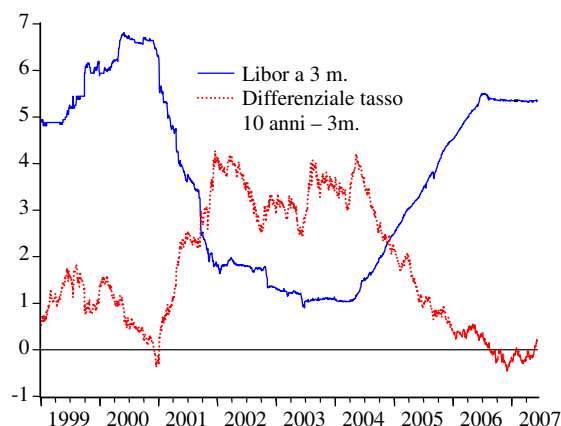
Fonte: BCE, Euribor®, Reuters, Fed e nostre elaborazioni; valori al 20 feb. 2007; i dati non sono corretti per il premio di liquidità.

La prima parte della curva è molto più inclinata per l'Eurozona, segno questo che i mercati si attendono un'ulteriore riduzione del differenziale fra i tassi a breve delle due zone. A una stabilità dei tassi a breve americani dovrebbe infatti corrispondere un'ulteriore pressione al rialzo sui tassi europei, i quali, comunque, sono destinati a mantenersi sotto i corrispondenti tassi americani.

A partire da dodici mesi in avanti, però, entrambe le curve si flettono (in particolare quella americana) per poi gradualmente riprendere ad aumentare in modo abbastanza simile. Ciò suggerirebbe per il 2008 la possibilità di una flessione dei tassi a breve americani che si contrapporrebbe a una sostanziale stabilità di quelli europei.

In ogni caso, specialmente negli USA, le curve sono più “piatte” di quanto sia storicamente avvenuto negli ultimi anni, come dimostra anche il basso valore del differenziale fra i rendimenti americani a 10 anni e a 3 mesi (FIG. 1.12).

FIG. 1.12: Libor a 3 mesi sul dollaro e differenziale tra il rendimento degli *swap* decennali sul dollaro e il tasso a 3 mesi



Fonte: Fed; periodo 2 gennaio 1999 – 8 giugno 2007

Anche se il basso valore del differenziale è tipico degli episodi di alti tassi a breve - e, pertanto, di aspettative di future riduzione dei tassi di *policy* - il valore del differenziale dell'ultimo periodo risulta significativamente inferiore a quello del 1999-2000. A questo punto non resta che ricordare che anche le ipotesi più comunemente avanzate per spiegare il fenomeno (diminuzione del premio di liquidità sulle lunghe scadenze e elevata liquidità internazionale che mantiene alta la domanda di attività a lunga) sono tuttora in attesa di conferma.

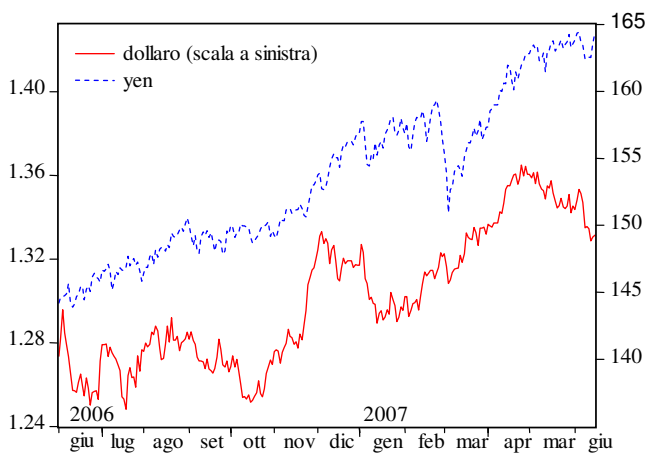
Il cambio. A partire dallo scorso anno l'euro si è mosso su una tendenza al rialzo rispetto alle principali valute (FIG. 1.14). Questa tendenza di fondo è destinata a prevalere anche nel prossimo futuro, sia per il rafforzamento dell'economia europea, sia per il rialzo dei tassi in euro, sia per la progressiva diffusione della nostra valuta quale moneta di riserva internazionale. Negli ultimi mesi la nostra moneta ha così raggiunto nuovi massimi nei confronti del dollaro e dello yen. Il rafforzamento dell'euro rispetto al dollaro, rilevante soprattutto da gennaio ad aprile, è stato attribuito dalla Banca Centrale Europea al mutamento di opinione dei partecipanti al mercato riguardo le prospettive cicliche delle due zone. Contro la robustezza dell'economia Europea vi sarebbero le incertezze sull'economia americana conseguenti anche ai dubbi sulla tenuta del mercato immobiliare. Non sembrano invece credibili eventuali preoccupazioni per l'indebitamento del Tesoro USA: lo *spread* fra i titoli di Stato americano e il rendimento degli *swap* in dollari è ancora negativo e inferiore al periodo 2002-2004.

In ogni caso, da aprile a giugno, il dollaro si è mosso in parziale controtendenza, così che il valore dell'euro è ritornato ai valori di novembre. Osservando il grafico dell'andamento del cambio col dollaro si nota come, su di una sostanziale tendenza al rafforzamento dell'euro, si sovrappongono episodi di forte volatilità.

Questo andamento è tipico di mercati i cui fondamentali sono difficili da stimare e di conseguenza gli operatori finiscono a dare rilevanza al passato andamento delle quotazioni, e spesso a comportarsi in maniera “imitativa” di fronte a particolari informazioni che poi si rivelano di non particolare rilevanza. Risulta anche che le previsioni di breve-medio periodo degli istituti di ricerca e degli operatori sono

sempre pesantemente influenzate dalle quotazioni correnti delle valute. Attualmente l'euro dopo il significativo rafforzamento registrato a partire da metà aprile rimane su quotazioni vicine a 1.30 dollari (FIG. 1.13). I previsori ritengono che entro la fine dell'anno il cambio si troverà all'interno di un *range* compreso tra 1.30-1.38 dollari per un euro.

FIG. 1.13: Il cambio del dollaro e dello yen



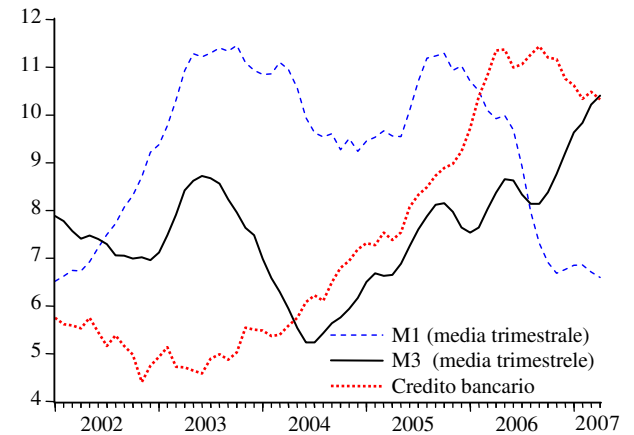
Fonte: BCE; periodo 1° giugno 2006 – 15 giugno 2007

8. Gli aggregati monetari e creditizi nell'Eurozona e in Italia

La crescita degli aggregati nell'Eurozona rimane ai massimi storici per quanto riguarda la componente M3 (10,4% annuo ad aprile) e il credito bancario, anche se per quest'ultimo si è manifestato qualche rallentamento (10,3% annuo ad aprile, 1 punto in meno rispetto al massimo del 2006). Si presenta invece in significativo rallentamento, anche se ancora elevata, la crescita di M1 (6,2% ad aprile contro il 10% circa di un anno prima) (FIG. 1.14).

Questo aumento dei tassi non ha invece ancor esplicitato tutti i suoi effetti sulla crescita del credito perché nel frattempo la sua domanda è stata nel stimolata dalla ripresa economica.

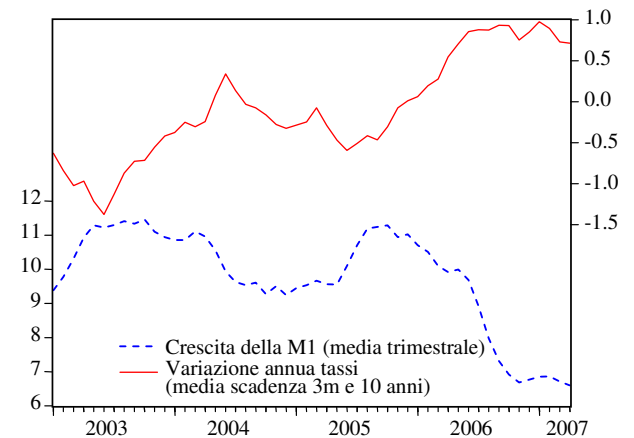
FIG. 1.14: Crescita annua degli aggregati monetari e del credito nell'Eurozona



Fonte: BCE; per la moneta medie mobili trimestrali; periodo gennaio 2002 – aprile 2007.

La riduzione della M1, la componente più liquida dell'aggregato, è in buona parte la conseguenza dell'aumento dei tassi d'interesse che da oltre un anno è in atto nell'Eurozona (FIG. 1.15).

FIG. 1.15: Crescita annua della M1 e variazione annua dei tassi (media 3m e 10 anni)



Fonte: BCE; periodo gennaio 2003 – aprile 2007

Nel caso della M3, invece, l'aumento dei tassi da un lato ha ridotto la crescita della componente più liquida e a bassa remunerazione, dall'altro ha invece stimolato la domanda delle altre componenti remunerate a tassi vicini a quelli di mercato (TAB 1.15).

TAB 1.15: Le componenti di M3

Aggregato	Crescita annua		% su M3	
	2006		2007	2007
	2006.Q2	2006.Q4	aprile	aprile
M1, di cui:	9,8	6,7	6,2	46,5
circolante	11,9	11,1	10,5	7,4
Dep. a vista	9,5	5,9	5,4	39,1
M2-M1	8,5	11,1	12,4	38,7
M3-M2	5,6	11,2	19,9	14,8
M3	8,6	9,8	10,4	100,0

Fonte: BCE

La remunerazione di queste componenti, in gran parte legata all'Euribor, è infatti aumentata sia in assoluto, sia relativamente ai tassi a lunga (in un anno il differenziale tra i rendimenti decennali e quelli trimestrali si è ridotto di 70 punti base). Nel complesso, quindi, l'effetto della politica restrittiva della BCE ha determinato più una redistribuzione all'interno della M3 che un rallentamento del totale dell'aggregato. Ne risulta che la liquidità del sistema è a livelli record, con potenziali pericoli inflazionistici per il medio-lungo periodo: questo forte continuo aumento di liquidità, che si somma alla già ampia liquidità in essere, sta infatti creando un potenziale di spesa che potrebbe concretizzarsi al procedere dell'attuale fase economica favorevole.

Raccolta e impieghi in Italia

La raccolta delle banche italiane continua, come nel resto dell'Eurozona, a un ritmo molto accentuato (TAB. 1.16). A fine 2006 la crescita della raccolta complessiva sull'interno era del 9,9%, contro il 7,8% di un anno prima, e la crescita tendenziale è rimasta ancora elevata nei primi mesi del 2007 (9,7% a marzo). Le componenti più dinamiche della raccolta continuano ad essere quelle la cui

remunerazione è maggiormente aumentata negli ultimi mesi: *in primis* i pronti contro termine, che nei primi mesi di quest'anno hanno ulteriormente accelerato la loro crescita (41,2% a marzo). Anche la dinamica della raccolta obbligazionaria rimane comunque vivace (12,3% a marzo). E' invece in significativa flessione la crescita della raccolta in conto corrente (4,7% a marzo), cioè la componente della raccolta a più bassa remunerazione. Questa ricomposizione delle forme di raccolta ha così portato a dicembre il valore complessivo delle consistenze delle forme più remunerate a un livello superiore a quello dei conti correnti (753,5 miliardi di euro – di cui 544,7 miliardi di obbligazioni – contro 629,2 miliardi di conti correnti).

TAB. 1.16: La raccolta delle banche italiane (tassi di variazione tendenziale)

	Dic. 2005	Dic. 2006	Mar. 2007	Cons. Dic.06
Raccolta sull'interno	7,8	9,9	9,7	1390,9
Depositi	6,9	8,3	8,0	846,1
- <i>in conto corrente</i>	8,0	6,7	4,7	629,2
- <i>con durata prestabil.</i>	2,7	9,8	5,9	45,8
- <i>rimborsabili c/preav.</i>	2,5	-0,8	0,2	69,0
- <i>pronti c/termine</i>	4,9	29,4	41,2	94,0
Obbligazioni	9,3	12,5	12,3	544,7

Fonte: Banca d'Italia, Relazione 2006, Tav.14.1 (consistenze in miliardi di euro)

La crescita complessiva degli impieghi bancari rimane elevata (+11,6% a marzo) (TAB. 1.17) e, a differenza del complesso dell'Eurozona, fino a marzo non si notavano sintomi di rallentamento, anche se la crescita tendenziale della raccolta a medio-lungo termine si è ridimensionata di un punto tra il dicembre 2006 e il marzo 2007 scendendo a un livello prossimo a quello degli impieghi a breve.

A marzo 2007 risultava ancora sostenuta la dinamica dei prestiti in pronti contro termine, il cui ammontare complessivo è comunque tuttora modesto.

TAB. 1.17: Gli impieghi delle banche italiane (tassi di variazione tendenziale)

	Dic. 2005	Dic. 2006	Mar. 2007	Cons. Dic.2006
Prestiti	8,7	11,5	11,6	1334,3
- a breve	2,0	10,5	10,3	484,9
- a medio/lungo	13,0	11,6	10,9	837,7
Titoli	19,4	5,3	7,5	219,0
di cui: titoli d Stato	14,5	3,8	11,0	111,0
Sofferenze	-16,5	3,8	3,4	47,2

Fonte: Banca d'Italia, Relazione 2006, Tav.14.1 (consistenze in miliardi di euro)

Dopo un minimo raggiunto a dicembre dello scorso anno, è invece in ripresa la dinamica degli impieghi in titoli, in particolare dei titoli di Stato (11% annuo a marzo contro 3,8% a dicembre).

Bassa, e ben al di sotto di quella degli impieghi, risulta invece la crescita delle sofferenze, grazie anche al relativo buon andamento dell'economia.

Ritornando alla dinamica degli impieghi occorre comunque sottolineare che l'elevata crescita dell'aggregato complessivo è il risultato di un andamento a forbice tra i prestiti erogati alle famiglie e quelli erogati alle imprese (TAB. 1.18) e che questo divario si sta allargando.

I prestiti alle società non finanziarie, infatti, aumentano molto di più dei prestiti alle famiglie, peraltro in significativa decelerazione (ad aprile la crescita annua era del 12,6% contro il 7,5%). Questa flessione della crescita del credito alle famiglie è in parte la conseguenza dell'aumento dei tassi, cui - nel settore dei mutui per l'acquisto di abitazioni - si è aggiunto anche

l'effetto della diminuzione della domanda degli immobili, che dovrebbe accentuarsi nei prossimi mesi.

TAB.1.18: Prestiti a famiglie e imprese (tassi di variazione tendenziale)

	2005	2006		2007
	Dic.	Ago.	Dic.	Apr.
Famiglie	11,7	10,4	9,8	7,5
Di cui:				
- scadenza fino a un anno	-1,4	-0,7	0,4	1,6
- scadenza oltre l'anno	13,8	12,0	11,1	8,3
- credito al consumo	16,3	14,6	12,5	11,2
- acquisto abitazioni	17,4	15,0	12,5	8,4
Società non finanziarie	5,0	8,4	12,4	12,6
Di cui:				
- scadenza fino a un anno	0,9	6,5	10,4	11,5
- scadenza oltre l'anno	8,2	9,8	13,8	13,3

Fonte: Banca d'Italia, Supplemento al Bollettino Statistico, Tav.5., operazioni con residenti italiani

Nel caso delle società non finanziarie, invece, la crescita degli impieghi complessivi è ancora in espansione: in particolare, persiste la ripresa delle erogazioni a breve, fenomeno tipico della prima fase di una ripresa economica.

I tassi bancari in Italia

Da dicembre a marzo i tassi d'interesse sulle nuove erogazioni hanno generalmente seguito un andamento al rialzo, contrassegnato però da alcune importanti eccezioni (TAB. 1.19).

I tassi sui prestiti alle società non finanziarie di importo superiore al milione di euro si sono infatti ridotti di circa 20 punti base da dicembre a marzo.

TAB. 1.19: I tassi bancari in Italia (nuove operazioni)

Tassi (nuove operazioni)	Mar. 2007	Variaz. Da	
		Dic.06	Set.06
Depositi c/c	1,31	0,15	0,29
Dep. famiglie durata prestab.	2,43	0,16	0,42
Pronti c/ termine	3,56	0,21	0,61
Prestiti alle soc. non finanziarie:			
Fino a 1 mln di euro (totale)	5,26	0,20	0,54
<i>Di cui: fino a 1 anno</i>	5,23	0,20	0,53
<i>da 1 a 5 anni</i>	5,76	0,13	0,41
<i>oltre 5 anni</i>	5,65	0,22	0,20
Oltre 1 mln di euro (totale)	4,26	-0,23	0,27
<i>Di cui: fino a 1 anno</i>	4,24	-0,23	0,27
<i>da 1 a 5 anni</i>	4,78	0,12	0,52
<i>oltre 5 anni</i>	4,49	-0,18	0,03
Prestiti alle famiglie:			
Acquisito di abitazioni (totale)	5,18	0,31	0,53
<i>Di cui: fino a 1 anno</i>	4,95	0,24	0,49
<i>da 1 a 5 anni</i>	4,43	0,34	0,36
<i>da 5 a 10 anni</i>	5,38	0,23	0,14
<i>oltre 5 anni</i>	5,51	0,25	0,08
Credito al consumo (totale)	8,45	-0,32	-0,24
<i>Di cui: fino a 1 anno</i>	10,37	-0,25	-1,37
<i>da 1 a 5 anni</i>	8,10	-0,55	-0,04
<i>da 5 a 10 anni</i>	7,90	0,27	0,29
TAEG: acquisto di abitazioni	5,36	0,28	0,51
credito al consumo	9,31	-0,45	-0,22
Per confronto:			
Euribor a 3 mesi	3,89	0,21	0,55
Eurirs 1-5 anni	4,13	0,17	0,32
Eurirs 5-10 anni	4,98	0,20	0,27

Fonte: Banca d'Italia, Relazione 2006, Appendice

Va comunque tenuto presente che questo risultato deriva da una forte flessione dei rendimenti da dicembre a gennaio, perché da

gennaio a marzo i tassi hanno ripreso a salire (+10 punti base circa).

Di importo ancora maggiore è stata la flessione dei tassi sulle nuove erogazioni di credito al consumo per i quali, però, il livello rimane ancora particolarmente elevato.

Per quanto riguarda invece le condizioni di offerta del credito, la recente analisi della Banca d'Italia (i cui risultati sono riportati nell'ultima Relazione) conferma che il periodo di "distensione" non si è ancora concluso. Grazie alla congiuntura economica favorevole e la situazione di concorrenzialità fra i diversi istituti, il cosiddetto indice del grado di restrizione delle condizioni di offerta ha raggiunto un nuovo minimo a dicembre, mentre il differenziale tra il tasso medio sui prestiti a breve alle imprese e quello minimo è sceso ulteriormente e si è portato a 2 punti percentuali. E' rimasta inoltre stabile la dispersione dei tassi attivi per classi dimensionali delle imprese.

Quanto detto per le imprese vale anche sostanzialmente per le famiglie che, oltre a vedere una riduzione dei tassi sul credito al consumo, hanno ottenuto un allungamento delle scadenze per i contratti di mutuo e una minor richiesta di garanzie.

La tendenza del credito bancario nel 2007 dovrebbe proseguire lungo le stesse linee tracciate qui sopra. In particolare i prossimi mesi dovrebbero essere caratterizzati da:

- una crescita del credito complessivo ancora elevata, ma in diminuzione rispetto agli ultimi mesi;
- un ulteriore decelerazione delle erogazioni di prestiti alle famiglie (mutui compresi) accompagnata da uno sviluppo dei prestiti significativamente inferiore a quello del 2006;

- una crescita delle erogazioni alle imprese non finanziarie ancora elevata ma con sintomi di flessione;
- una dinamica dei prestiti a medio-lungo termine in leggera flessione;
- un andamento dei prestiti a breve ancora superiore a quella degli scorsi anni.

E' inoltre prevedibile che, ancora per qualche mese, non vi saranno restringimenti nei criteri di concessione del credito alle imprese, mentre qualche ulteriore allentamento è prevedibile per le famiglie. Questa tendenza espansiva si arresterà nel prosieguo del 2007.

I conti economici della banche

La TAB 1.20 riporta una sintesi dei risultati economici del sistema bancario italiano negli ultimi tre anni. Per il terzo anno consecutivo si è assistito a un aumento del ROE che è ora all'11,8%. Tale risultato positivo si è manifestato in presenza di un margine d'interesse che, in rapporto ai fondi intermediati, è rimasto pressoché costante fra il 2005 e il 2006. In altri termini, l'aumento dei tassi d'interesse ha fatto lievitare sia i tassi attivi che passivi così che lo *spread* tra i rendimenti ponderati delle attività dell'attivo e il costo medio ponderato della raccolta è rimasto approssimativamente lo stesso. Dato il forte aumento dei fondi intermediati (+9,4%), però, questo *spread* costante ha riguardato un ammontare significativamente maggiore di fondi che ha parimenti determinato un elevato aumento del margine d'interesse (+10,4). L'altrettanto soddisfacente andamento degli altri ricavi netti ha portato ad un incremento del margine d'intermediazione del 12,2%, cui si è contrapposta una crescita dei costi operativi del

7,7%. L'effetto netto è stato un miglioramento del risultato di gestione (+19,2%).

TAB. 1.20: I conti economici della banche

Voci di bilancio	In % dei fondi intermediati			Crescita annua in %
	2004	2005	2006	
Fondi intermediati	100	100	100	9,4
Margine d'interesse	1,67	1,41	1,43	10,4
Altri ricavi netti	1,33	1,52	1,59	13,8
Margine d'intermediazione	2,99	2,93	3,01	12,2
Costi operativi	1,81	1,74	1,71	7,7
Risultato di gestione	1,19	1,20	1,30	19,2
Utile in percentuale del capitale e delle riserve (ROE)	9,5	9,8	11,8	

Fonte: Banca d'Italia, Relazione, 2006, TAV 14.5 (Nota: valori del 2004 non sono omogenei con quelli del 2005-06)

Data la probabile evoluzione dei tassi e degli aggregati nei prossimi mesi è plausibile ipotizzare che anche il 2007 sarà un anno favorevole per i bilanci bancari, pur se la crescita di alcune componenti di conto economico, quale il margine d'interesse, dovrebbe risultare leggermente inferiore a quella dello scorso anno.

9. Le prospettive sui tassi d'interesse

Nell'*Osservatorio* dello scorso febbraio veniva dato per certo un aumento del Repo di 25 punti base a marzo e si affermava che, in mancanza di ulteriori informazioni, la probabilità di un ulteriore aumento del Repo fosse maggiore del 50%, e che anche i tassi a lunga sarebbero saliti. *Ex-post* possiamo dire che non solo questo secondo aumento del tasso ufficiale effettivamente c'è stato, ma che è anche diventato possibile un ulteriore rialzo in autunno.

TAB. 1.21: Il contenuto delle conferenze stampa del Presidente: evoluzione del tempo

	Stato della politica monetaria	Intenzioni sulla politica monetaria	Tasso ufficiale	Crescita aggregati	Atteggiamento Consiglio Direttivo	Repo	
4 mag. 2006	accommodative	--	very low	very dynamic	strong vigilance	2.50	
8 giu. 2006			low	strong	monitor closely	2.75	
6 lug. 2006		dynamic,		strong vigilance	2.75		
3 ago 2006		strong		monitor very closely	3.00		
31 ago. 2006		dynamic,		strong vigilance	3.00		
5 ott. 2006		strong		monitor very closely	3.25		
2 nov. 2006		a progressive withdrawal of monetary accommodation remains warranted.	low	dynamic	strong vigilance	3.25	
7 dic. 2006				strong	monitor very closely	3.50	
11 gen. 2007				strong	monitor very closely	3.50	
8 feb. 2007				vigorous	strong vigilance	3.50	
8 mar. 2007	Remains on the accommodative side	--	moderate		monitor very closely	3.75	
12 apr. 2007							3.75
10 mag. 2007					Strong vigilance	3.75	
6 giu. 2007	Is still on the accommodative side				monitor closely	4.00	

Queste, allo stato attuale, le informazioni disponibili.

- I comunicati ufficiali della BCE

Nell'ultima riunione del Consiglio Direttivo, quella di mercoledì 6 giugno, il Repo è stato aumentato di altri 25 punti base, raggiungendo così il livello del 4%. Nella consueta conferenza stampa del pomeriggio, il Presidente Trichet ha però sostenuto che, anche dopo quest'ultimo intervento, i rischi inflazionistici rimangono verso l'alto, soprattutto in relazione alla crescita della M3, all'aumento della capacità utilizzata e ad un'attesa di crescita salariale superiore alle previsioni. Nel contempo, secondo il Consiglio Direttivo, la politica monetaria resta ancora di

segno accomodante (“*on the accomodative side*”), contrassegnata da condizioni finanziarie favorevoli, vigorosa crescita della moneta e del credito, e ampia liquidità. Ne deriva che la Banca continuerà a monitorare strettamente (“*closely*”) ogni sviluppo delle variabili economiche per evitare il materializzarsi del rischio inflazionistico.

Nelle risposte ai giornalisti il Presidente ha poi precisato che (TAB. 1.21):

- le aspettative inflazionistiche dedotte da varie indagini risultano in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE, e pertanto non è ancora necessario passare



alla fase di “forte vigilanza” (“*strong vigilance*”);

- il non aver più fatto riferimento nel suo discorso al fatto che i tassi d'interesse restano moderati e l'aver usato l'espressione “stretto” (“*closely*”) monitoraggio (anziché l'usuale “molto stretto” monitoraggio (“*very closely*”) non è stata casuale;
- il Consiglio Direttivo non ha in programma di riunirsi in agosto (quando questo è avvenuto sono sempre stati modificati i tassi).

Il Presidente ha inoltre affermato di non volersi pronunciare sull'aspettativa di un aumento del tasso a settembre.

In base alle espressioni utilizzate, soprattutto se confrontate con quelle impiegate in precedenza, sembrerebbe quindi che un altro aumento di 25 punti base sia probabile, ma che le tendenza all'aumento dei tassi stia ormai veramente per esaurirsi. Resterebbe quindi confermato che siamo ormai vicini alla fine degli interventi sul Repo anche se il livello del tasso a cui gli interventi cesseranno sarà un po' più alto di quanto ci si potesse attendere alla fine dello scorso anno.

Le proiezioni dell'Eurosistema (TAB. 1.22), indicano che le prospettive inflazionistiche per il 2008 sono lievemente salite da dicembre a giugno, ma che il valor medio della stima è vicinissimo all'obiettivo inflazionistico (2% anziché “qualcosa sotto” il 2%). E' quindi plausibile che gli interventi stiano per esaurirsi, a meno che le future informazioni non segnalino un ritorno del pericolo inflazionistico.

Le stesse considerazioni valgono considerando le previsioni di alcuni istituti e organizzazioni internazionali (TAB. 1.23)

TAB. 1.22: Proiezioni della BCE su inflazione e crescita del PIL nell'Eurozona

variabile	data previsione	Anno di riferimento		
		2006	2007	2008
Inflazione	dic. 2005	2,1 ± 0,5	2,0 ± 0,6	-
	set. 2006	2,4 ± 0,1	2,4 ± 0,5	-
	dic. 2006	2,2 ± 0,1	2,0 ± 0,5	1,9 ± 0,6
	mar 2007	2,2	1,8 ± 0,3	2,0 ± 0,6
	giu 2007	2,2	2,0 ± 0,2	2,0 ± 0,6
PIL	dic. 2005	1,9 ± 0,5	1,9 ± 0,5	-
	set. 2006	2,5 ± 0,3	2,1 ± 0,5	-
	dic. 2006	2,7 ± 0,2	2,2 ± 0,5	2,3 ± 0,5
	mar 2007	2,8	2,5 ± 0,4	2,4 ± 0,5
	giu 2007	2,9	2,6 ± 0,3	2,3 ± 0,5

Fonte: BCE.

TAB. 1.23 : Eurozona: le previsioni di alcuni enti

Ente previs.	Data prev.	PIL			inflazione		
		2006	2007	2008	2006	2007	2008
IMF	Apr.	2.6	2.3	2.3	2.2	2.0	2.0
CE	Mag.	2.7	2.6	2.5	2.2	1.9	1.9
OECD	Mag.	2.8	2.7	2.3	2.2	1.8	2.0
CEF	Mag.	2.8	2.5	2.2	2.2	1.9	1.9
SPF	Mag.	2.8	2.5	2.3	2.2	1.9	1.9

Fonte: IMF=Fondo Monetario Economic Outlook, CE = Commissione Europea Economic Forecasts, OECD = Economic Outlook, CEF = Consensus Economic Forecast, SPF = Survey of Professional Forecasters.

L'andamento dei principali indicatori economici (TAB. 1.24) segnala una generale tendenza al miglioramento rispetto al giugno dello scorso anno: la crescita dei prezzi è in flessione, e lo stesso vale in parte anche per i salari, mentre la crescita economica appare abbastanza vivace ma stabile.

Di contro, la dinamica dell'aggregato monetario M1 e del credito è tuttora elevata, anche se,

soprattutto per la M1, in significativa flessione. E' invece ancora eccessiva quella della M3 che si aggiunge a una situazione di liquidità già ampia. In aumento è pure l'indice della capacità utilizzata così come il costo orario del lavoro.

Nel contempo l'euro rimane forte e il prezzo del petrolio, pur in aumento negli ultimi mesi, resta comunque sotto il suo livello medio dello scorso anno. Il tasso d'interesse reale, infine, che ad ottobre 2005 era negativo, ora è arrivato al 2,10%.

- *Le aspettative del mercato* sull'andamento futuro dell'Euribor, ricavate dalla struttura dei tassi impliciti e dal future sull'Euribor a 3 mesi FEU3 (dati del 15 febbraio 2007) sono riportate nella FIG. 1.17. I tassi impliciti, in particolare quelli corretti per il premio di liquidità, segnalerebbero l'attesa di un probabile aumento di 25 punti base a settembre. Il grafico del tasso implicito mensile, piatto fino ad agosto presenta infatti un incremento proprio in concomitanza con questo mese, anche se l'importo della variazione, inferiore a 25 punti base, suggerirebbe che il mercato non sia del tutto certo di questo intervento; il grafico suggerisce inoltre che il mercato sembrerebbe non escludere nemmeno un ulteriore aumento di 25 punti base a dicembre o a marzo del prossimo anno. L'analisi dell'andamento del future sull'Euribor a 3 mesi (FEU3) porta a conclusioni analoghe.

Questo risultato è sostanzialmente coerente anche col nostro modello econometrico (che sembrerebbe però indicare un solo aumento del tasso) e le previsioni di *consensus* di alcuni enti. Per esempio i partecipanti alla rilevazione di *bfinance* del 1° giugno 2007 davano all'unanimità un Repo ancora al 4% ad agosto, ma, per ottobre, oltre il 50% degli intervistati

(per la precisione 5 su 9) ritenevano probabile un tasso al 4,25%.

TAB. 1.24: I principali indicatori economici dell'Eurozona

Indicatori	2006 giu.	2007 feb.	2007 giu.
Repo	2,75	3,70	4,00
Inflazione	2,50	1,90	1,90
Repo – inflazione (tasso reale)	0,25	1,60	2,10
Δ% prezzi industriali (alla produzione)	5,40	4,10	2,40
Δ% prezzi beni industriali (non energetici) al consumo	0,60	0,90	1,10
Δ% costo orario del lavoro	2,40	2,00	2,40
Δ% unità di lavoro	0,90	0,80	0,00
Δ% salari negoziati	2,10	2,00	1,90
cambio \$/€	1,29	1,30	1,35
- (Δ%)	4,35	6,90	10,11
Prezzo petrolio (in euro)	55,70	42,20	50,30
- (Δ%)	41,37	-19,62	-12,52
Δ% prod. industriale (trim.)	3,17	2,93	2,70
Δ% prod. manifatturiera (trim.)	3,37	3,53	2,57
Δ% PIL	2,10	2,70	3,00
Capacità utilizzata	82,4	84,4	84,8
Eurocoin	0,59	0,60	0,53
Eurogrowth	2,84	2,30	3,55
Indice clima economico	108,2	110,7	111,9
Δ% M3 (trim.)	8,43	9,17	10,40
Δ% M1 (trim.)	9,93	6,77	6,60
Δ% Credito	11,30	10,70	10,37

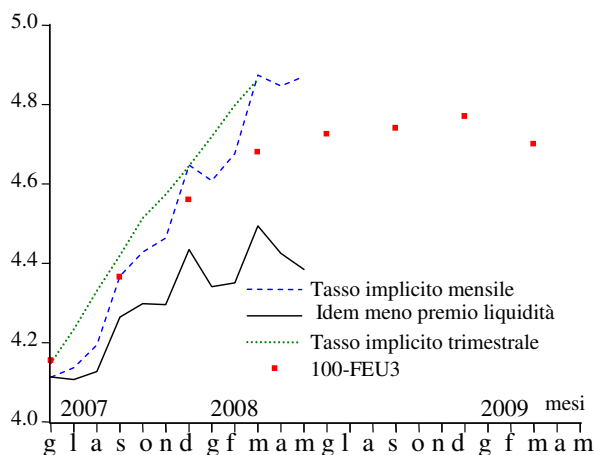
Fonte: BCE, Eurocoin, Eurogrowth. Nota: i dati riportati nella tabella si riferiscono agli ultimi valori *disponibili* al momento della riunione del Consiglio Direttivo relativo ai mesi indicati; le crescite si riferiscono agli ultimi 12 mesi

Riassumendo: le prospettive per la stabilità dei prezzi sono migliorate, anche se permangono alcune pressioni inflazionistiche, che in qualche



caso si sono indebolite, ma in altri casi rafforzate.

FIG. 1.17: Le aspettative del mercato



Fonte: Euribor® e Eurex, valori al 15 giugno 2007

In queste condizioni, gli aumenti del tasso ufficiale potrebbero anche essere sospesi, in

attesa che la BCE raccolga ulteriori informazioni in proposito.

D'altra parte, le parole del Presidente riguardo il perdurare di un pericolo inflazionistico nel medio periodo, e le stesse previsioni del mercato, cui si aggiungono i risultati nel nostro modello econometrico, suggeriscono che la probabilità di un ulteriore aumento dei tassi a settembre sia significativamente superiore al 50%. In ogni caso è possibile considerare la fascia del 4-4,50% come limite inferiore e superiore del livello tasso ufficiale nell'attuale fase di politica monetaria iniziata alla fine del 2005.

Nel contempo, e indipendentemente dalle decisioni di aumento del tasso ufficiale, è prevedibile che anche i tassi a lunga continueranno la loro tendenza al rialzo, anche se a un ritmo meno accentuato di quello degli ultimi mesi.

2. I CONTI PUBBLICI NEL 2006 E LE PROSPETTIVE PER IL 2007 ♦

I risultati di finanza pubblica conseguiti nel 2006 si sono rivelati (a consuntivo) di gran lunga migliori delle previsioni effettuate in corso d'anno, caratterizzate da forte cautela, derivante dall'incertezza sull'entità della crescita economica e sull'andamento delle entrate tributarie. Il gettito è cresciuto oltre ogni più rosea aspettativa, tanto da far parlare del cosiddetto "tesoretto", sul cui utilizzo da mesi ormai si discute ma che, per poter soddisfare tutte le richieste, dovrebbe piuttosto essere "un pozzo senza fondo"!

Il miglioramento del 2006 non elimina i problemi della finanza pubblica italiana, ma rappresenta un buon punto di partenza verso gli obiettivi del pareggio di bilancio e della riduzione del rapporto debito/PIL al di sotto del 100% entro il 2011, come è stato richiesto dal consiglio ECOFIN, nell'ambito della procedura di deficit eccessivo, cui l'Italia ancora è sottoposta. Nell'immediato, l'obiettivo è quello di ricondurre il rapporto deficit/PIL al di sotto del 3%, in modo strutturale.

Le pagine che seguono contengono l'analisi del consuntivo del 2006, con particolare attenzione all'evoluzione del gettito tributario, anche nel tentativo di comprendere quanta parte delle maggiori entrate sia di natura strutturale (e quindi acquisita in modo permanente) e quanta parte sia invece di natura transitoria. In secondo luogo, illustrano, sia pure in termini generali, le nuove previsioni e prospettive per il 2007, alla luce degli eventi degli ultimi mesi.

1. Il consuntivo 2006

La TAB. 3.1 illustra i saldi del conto economico consolidato delle Amministrazioni Pubbliche nel

2006, a confronto con i risultati conseguiti nel 2005 e le stime contenute nella Relazione previsionale e programmatica del mese di settembre 2006. L'indebitamento netto si è attestato al 4,4% del PIL, un livello superiore al 4,1% registrato nel 2005, ma il peggioramento è interamente ascrivibile a due voci di uscita straordinarie. La prima concerne i rimborsi IVA sulle auto aziendali (valutati in circa 16 miliardi di euro), dovuti dallo Stato in base alla Sentenza della Corte di Giustizia Europea, che ha sancito l'illegittimità della norma nazionale che escludeva il diritto alla detrazione dell'IVA sulle operazioni di acquisto e manutenzione dei veicoli; la seconda riguarda la cancellazione dei crediti dello Stato nei confronti della Società TAV, per il finanziamento dell'Alta velocità (sotto forma di un trasferimento in conto capitale, pari a 13 miliardi di euro). Al netto di questi oneri aggiuntivi, l'indebitamento netto scende al 2,4% del PIL, ben al di sotto della soglia del 3%. Analogo ragionamento vale per l'avanzo primario (ovvero il saldo al netto della spesa per interessi passivi), pari allo 0,2% del PIL, inferiore a quello del 2005, ma che sale al 2,2% del PIL, in assenza degli oneri di natura straordinaria. In netto miglioramento appare il risparmio pubblico (saldo di parte corrente), che torna ad essere positivo, pari all'1,3% del PIL. Resta però al 106,8% del PIL lo stock di debito pubblico, in aumento rispetto al 2005.

TAB. 2.1: Saldi della P.A. nel 2005 e 2006 (% del PIL)*

	2005	2006 stime	2006 risultati
Saldo primario	0,4	-0,3	2,2 (0,2)
Saldo di parte corrente	-0,5	0,0	1,3
Indebitamento netto	4,1	4,8	2,4 (4,4)
Debito	106,2	107,6	106,8

*Fonte: Relazione unificata sull'economia e la finanza pubblica, marzo 2007.

In parentesi i risultati al lordo degli oneri straordinari.

♦ A cura di Maria Flavia Ambrosanio.

L'andamento dei saldi appena descritto può essere meglio compreso con riferimento alla dinamica della spesa, ma soprattutto delle entrate del comparto delle Amministrazioni Pubbliche.

L'evoluzione della spesa

Nel corso del 2006 non si sono registrati grandi progressi sul fronte del contenimento della crescita della spesa pubblica di parte corrente, che resta stabile al 44,5% del PIL (TAB. 2.2), un livello comunque inferiore a quello atteso, pari al 44,8% del PIL. La spesa al netto degli interessi si è leggermente ridotta rispetto al PIL, dal 40% al 39,9%, mentre, per la prima volta dal 1995, si è verificato un aumento del peso degli interessi passivi, dal 4,5% al 4,6% del PIL.

TAB. 2.2: Spese della P.A.: 2004-06 (% del PIL)

	2004	2005	2006
Spese correnti netto interessi	39,3	40,0	39,9
- personale	10,8	11,0	11,0
- consumi intermedi	8,1	8,4	8,1
- prestazioni sociali	16,9	17,0	17,1
- altre	3,5	3,6	3,7
Interessi passivi	4,7	4,5	4,6
Spese correnti totali	44,1	44,5	44,5
Spese in conto capitale	3,9	4,0	6,0*
Spese totali netto interessi	43,2	44,0	45,9
Spese totali	48,0	48,5	50,5*

*Inclusi gli effetti delle uscite straordinarie

Le spese per il personale, rimaste stabili all'11% del PIL, hanno scontato, a parità di numero dei dipendenti pubblici, l'aumento delle retribuzioni unitarie, collegato anche all'applicazione di alcuni rinnovi contrattuali. Le prestazioni sociali in denaro sono aumentate dal 17,0% al 17,1% del PIL (con una crescita del 3,7% rispetto al 2005). Si è invece ridotta la spesa per consumi intermedi (dall'8,4% all'8,1% del PIL), per effetto delle misure di contenimento introdotte

con la legge finanziaria per il 2006 e con la manovra del mese di giugno 2006.

Le spese in conto capitale sono salite al 6% del PIL, per effetto della registrazione degli oneri straordinari sopra descritti; al netto di tali oneri, esse sono ferme al 4% del PIL.

La spesa totale si è portata al 50,5% del PIL, che scende al 48,5% al netto degli oneri straordinari. Ma ad indicare le difficoltà che si incontrano nel controllare il trend di crescita della spesa, sembra opportuno sottolineare che la spesa corrente al netto degli interessi, nel 2006 come nel 2005, è cresciuta in termini reali dell'1,8%.

L'evoluzione delle entrate

Il miglioramento dei conti pubblici nel 2006, stante l'andamento della spesa, è stato prodotto dall'aumento delle entrate tributarie, superiore alle più ottimistiche previsioni. La pressione fiscale (che comprende imposte dirette, imposte indirette, imposte *una-tantum* e contributi sociali) è infatti aumentata dal 40,6% al 42,3% (TAB. 2.3).

Le imposte dirette hanno segnato un aumento del 12,7% rispetto al 2005, portandosi dal 13,4% al 14,5% del PIL, mentre le imposte indirette sono cresciute del 7,8%, salendo dal 14,2% al 14,8% del PIL. Si è invece praticamente azzerato il gettito dei condoni. I contributi sociali hanno segnato una crescita del 4,7%, portandosi al 13% del PIL.

All'aumento della pressione fiscale hanno contribuito tutte le componenti, sia pure in misura diversa. La dinamica del gettito è stata trainata sia dalla maggiore crescita economica, sia dagli effetti degli interventi di natura transitoria e permanente, decisi con le Leggi Finanziarie precedenti e con la manovra del mese di luglio 2006. Sembra comunque che

questi fattori non riescano a spiegare per intero l'aumento delle entrate tributarie; in altre parole, c'è una quota di gettito sulla cui origine ancora oggi non si hanno certezze. Qualche elemento di valutazione si può trarre dall'analisi delle singole componenti del gettito tributario.

TAB. 2.3: Entrate della P.A.: 2004-2006 (% del PIL)

	2004	2005	2006
Entrate tributarie	28,0	27,7	29,3
- imposte dirette	13,3	13,4	14,5
- imposte indirette	14,1	14,2	14,8
- imposte <i>una tantum</i>	0,6	0,1	0,0
Contributi sociali	12,7	12,9	13,0
Altre entrate	3,8	3,8	3,8
Entrate totali	44,5	44,4	46,1
Pressione fiscale	40,6	40,6	42,3

2. Analisi del gettito tributario

L'analisi delle principali componenti del gettito tributario viene effettuata sulla base dei dati relativi agli incassi tributari del bilancio dello Stato, che offrono elementi di maggiore dettaglio.

Le imposte dirette.

La TAB. 2.4 illustra l'andamento delle principali imposte dirette erariali.

TAB. 2.4: Imposte dirette (miliardi di euro)

	2005	2006	Var. %
Imposte dirette	179,5	203,3	13,3
- IRE	132,6	142,0	7,1
- IRES	33,7	39,5	17,1
- Sostitutiva	6,8	8,2	28,1
- Ritenuta sui dividendi	0,5	0,7	48,1
- Condoni e concordati	0,1	0,1	-
- Altre	5,8	12,3	111,5

Gli incassi dell'imposta sulle persone fisiche, l'IRE, sono aumentati del 7,1%, in gran parte per effetto della crescita delle ritenute sui

lavoratori dipendenti pubblici (+11,5%) e privati (+7,5%), influenzate dalla crescita degli occupati (+2%) e delle retribuzioni unitarie (+2,8%). Più moderato appare l'aumento delle ritenute d'acconto sui redditi da lavoro autonomo e dei versamenti per autotassazione. Come si legge nella Relazione unificata sull'economia e la finanza pubblica, presentata lo scorso mese di marzo, *un'altra componente non pienamente spiegata dagli andamenti macroeconomici e dalle valutazioni degli effetti di mutamenti normativi è rappresentata dalle ritenute sul lavoro dipendente del settore privato. L'elevata dinamica non ha rispecchiato i valori storici dell'elasticità delle ritenute rispetto alle retribuzioni.* Se la maggiore reattività del gettito dell'IRE alla base imponibile è solo in parte spiegata dalle riforme degli ultimi anni, non è escluso che l'aumento delle ritenute sui dipendenti del settore privato possa derivare dalla emersione di lavoro nero.

TAB. 2.5: IRE ed IRES (miliardi di euro)

	2006	Var. %
IRE	142,0	7,1
- ruoli	0,8	28,8
- ritenute sui dipendenti pubblici	10,6	11,5
- ritenute sui dipendenti privati	96,0	7,5
- ritenute acconto lavoro autonomo	12,0	6,6
- versamenti a saldo autotassazione	5,2	0,3
- versamenti acconto autotassazione	16,7	3,1
- altre	0,7	24,0
IRES	39,5	17,1
- ruoli	0,2	139,4
- versamenti a saldo autotassazione	9,0	16,9
- versamenti acconto autotassazione	30,1	16,7
- altre	0,2	89,4

L'imposta sui profitti societari (IRES) ha fatto registrare una crescita robusta (+17,1%), che deve essere ricondotta non solo agli effetti della ripresa economica, ma anche alle conseguenze delle misure varate con la legge finanziaria per il 2006, che hanno prodotto un ampliamento della

base imponibile (questi effetti sono stati solo in parte controbilanciati dalle conseguenze dell'innalzamento, per il solo anno 2005, della misura dell'acconto dal 99% al 102,5%).

Anche il gettito delle imposte sostitutive sui redditi da capitale è cresciuto in misura consistente (+28,1%), per diverse ragioni, quali l'aumento dei tassi d'interesse, la ripresa dei corsi azionari, il forte aumento delle operazioni di rimborso di buoni postali nel 2006.

Alla crescita delle imposte dirette hanno inoltre contribuito alcune imposte sostitutive di natura temporanea introdotte o riproposte con la manovra di bilancio per il 2006, dalle quali è derivato un gettito – largamente superiore alle attese – di 5,8 miliardi di euro. In particolare, 3,9 miliardi derivano dall'imposta sostitutiva dell'IRE e dell'ILOR sulla rivalutazione dei beni aziendali iscritti in bilancio (in seguito alla riapertura dei termini per la rivalutazione dei beni prevista dalla L. 266/2005); 0,5 miliardi derivano dall'imposta sostitutiva dell'IRE, dell'IRES e dell'IRAP per la rivalutazione dei beni di impresa iscritti in bilancio; i restanti 1,4 miliardi dalle imposte sostitutive per la rideterminazione dei valori di acquisto delle partecipazioni non negoziate nei mercati regolamentati; per la rideterminazione dei valori di acquisto dei terreni edificabili e sulla rivalutazione di terreni edificabili e non ancora edificati.

Le imposte indirette.

Il gettito delle imposte indirette (sempre incassi del bilancio dello Stato) ha registrato una crescita dell'8,2%, derivante dall'andamento differenziato dei diversi tributi.

Particolarmente rilevante è stato l'incremento del gettito dell'IVA (+9,4%) e delle altre imposte sugli affari (+16,2%). Più in dettaglio,

l'IVA sulle importazioni dai Paesi extra-UE è aumentata del 15%, anche per effetto dell'aumento del prezzo del petrolio; l'IVA sugli scambi interni ha segnato un incremento del 7,8%, decisamente più elevato del tasso di crescita dei consumi delle famiglie (4,2%). In effetti, sembra che buona parte del maggiore gettito che non ha ancora trovato una spiegazione adeguata sia ascrivibile al gettito dell'IVA.

TAB. 2.6: Imposte indirette (miliardi di euro)

	2006	Var. %
Imposte indirette	176,1	8,2
Affari	131,8	9,9
- IVA	111,3	9,4
- registro, bollo e sostitutiva	10,9	16,2
- condoni e concordati	-	
Produzione	28,9	0,8
- olii minerali	21,3	0,6
Monopoli	9,4	9,8
Lotto ed altri giochi	6,1	6,6

In realtà non è semplice determinare cosa sia successo. Nella valutazione della dinamica del gettito dell'IVA occorre innanzitutto tenere conto dei mutamenti della disciplina fiscale, con l'introduzione di specifici provvedimenti miranti a ridurre il grado di evasione, come quelli introdotti con la manovra di luglio 2006. D'altra parte, non si può escludere che la fine della politica dei condoni, l'annuncio di un'azione più incisiva di contrasto all'evasione e l'inasprimento degli accertamenti nel corso del 2006 possano avere avuto effetti positivi sui comportamenti dei contribuenti. Se questo è avvenuto, è presto per dirlo; la conferma verrà dall'andamento del gettito nel corso del 2007.

Effetti positivi sul gettito dell'IVA potrebbero inoltre avere avuto alcune modifiche del sistema economico e delle abitudini di consumo degli

italiani. Per esempio, potrebbe essere aumentato il peso dei settori caratterizzati da minori opportunità di evasione, come la grande distribuzione; analogo ragionamento vale per lo spostamento verso i beni di consumo durevoli e l'aumento dei servizi di telefonia, che sono anche soggetti all'aliquota massima del 20%.

Infine, qualche effetto potrebbe essere derivato dal buon andamento degli scambi e dei valori degli immobili.

Anche le altre imposte sugli affari hanno registrato una dinamica sostenuta (+16,2%), soprattutto per effetto degli inasprimenti introdotti nel mese di luglio 2006.

Per quanto riguarda le altre imposte indirette, il gettito dell'imposta sugli olii minerali ha segnato un modesto incremento (+0,8%), anche per effetto della riduzione del consumo dei prodotti petroliferi. L'imposta sul consumo di tabacchi è cresciuta del 9,8%, in seguito agli aumenti dei prezzi di molte marche di sigarette. Infine, i proventi del lotto e delle lotterie sono aumentati del 6,6%.

In sintesi, nel 2006 il gettito dei principali tributi è cresciuto in misura di gran lunga superiore alle aspettative. Secondo le stime della Banca d'Italia, poco più della metà dell'incremento delle entrate tributarie è riconducibile alla dinamica delle principali basi imponibili; un ulteriore 30% è attribuibile agli interventi discrezionali disposti con la legge finanziaria per il 2006 e con il provvedimento di luglio. Sulla parte restante potrebbero avere influito un più onesto comportamento dei contribuenti, provocato dall'intensificarsi dei provvedimenti di contrasto all'evasione e gli effetti, sia pure di difficile quantificazione, di alcune modifiche strutturali del sistema economico.

In ogni caso, come ha sottolineato il Ministro dell'Economia, nella Nota sulle prospettive economiche e finanziarie del 15 marzo scorso, *le cosiddette risorse aggiuntive ci sono. Una quota di esse ha carattere congiunturale, un'altra ha carattere strutturale.... La prima di esse non può ovviamente essere impiegata per programmi che accrescano durevolmente il disavanzo. La seconda, quella che ha carattere strutturale, deve essere oggetto di un chiaro dibattito per deciderne l'uso migliore*. Questa seconda componente sarebbe stimata tra gli 8 e i 10 miliardi di euro.

3. Le nuove previsioni e prospettive per il 2007

Le migliori prospettive di crescita ed i risultati positivi conseguiti nel 2006 hanno indotto una revisione delle previsioni di finanza pubblica per il 2007, in occasione della Relazione Unificata sull'economia e la finanza pubblica. Come si legge nel documento, si tratta di stime prudenziali, che tengono conto dell'incertezza sull'esatta natura del miglioramento delle entrate (*il riparto tra la componente ciclica e gli effetti della modifica comportamentale dei contribuenti è allo stato delle attuali informazioni disponibili di difficile quantificazione*); della possibile sopravvenienza di maggiori esigenze finanziarie per interventi già programmati e in via di esecuzione, al fine di non pregiudicarne la realizzazione; di una più chiara e dettagliata identificazione di obblighi finanziari che derivano allo Stato in adempienza agli accordi internazionali. Le nuove stime non includono gli effetti previsti dall'applicazione della legge delega sulla tassazione dei redditi da capitale, il cui esame parlamentare non è ancora iniziato.

Nel 2007, l'indebitamento netto dovrebbe collocarsi al 2,3% del PIL (TAB. 2.7), a fronte del 2,8% indicato nella Relazione previsionale e

programmatica del settembre 2006. L'avanzo primario aumenterebbe al 2,6% del PIL, contro il 2% programmato in precedenza. Risulterebbe più elevato anche il risparmio pubblico (saldo di parte corrente), che si attesterebbe all'1,6% del PIL. Infine, il rapporto debito/PIL dovrebbe diminuire al 105,4% (106,9%, secondo le vecchie stime).

TAB. 2.7: Nuove stime per il 2007: conto delle A.P. (% del PIL)

	2006	2007 (a)	2007 (b)
Saldo primario	0,2	2,0	2,6
Saldo corrente	1,3	1,4	1,6
Indebitamento	4,4	2,8	2,3
Indebitamento (1)	2,4		
Debito	106,8	106,9	105,4

(1) al netto oneri straordinari.

(a) Relazione revisionale e programmatica, settembre 2006.

(b) Relazione unificata sull'economia e la finanza, marzo 2007.

Il miglioramento dei saldi attesi per il 2007 riflette in primo luogo le nuove stime del gettito tributario, circa 6 miliardi di euro in più rispetto alle precedenti previsioni. Tali stime tengono conto delle migliori prospettive economiche, della stima della componente strutturale del maggior gettito tributario emerso a consuntivo nel 2006 rispetto alle previsioni, del fatto che le maggiori entrate tributarie osservate nel 2006 possano già riflettere parte degli effetti attesi dalle misure di lotta all'elusione ed all'evasione fiscale varate con la manovra di luglio e con la Legge Finanziaria per il 2007.

Data la maggiore crescita economica, le nuove previsioni lasciano sostanzialmente invariata la pressione tributaria, rispetto a quanto previsto a settembre.

La pressione fiscale, che tiene conto dei contributi sociali, verrebbe a collocarsi al 42,8% del PIL, contro il 42,3% del 2006, soprattutto per effetto degli introiti attesi dal versamento di

parte del TFR non trasferito ai fondi pensione integrativi. Al netto del gettito da TFR, la pressione fiscale rimarrebbe sostanzialmente invariata rispetto al 2006.

Dal lato della spesa, rispetto allo scorso settembre, sono state riviste al rialzo le previsioni di spesa per consumi intermedi (principalmente a causa della riclassificazione delle spese per forniture militari operata dall'ISTAT) e la spesa per i redditi da lavoro dipendente che risente del più elevato valore registrato a consuntivo nel 2006.

La spesa in conto capitale, anche per effetto delle misure contenute nella legge finanziaria salirebbe al 4,3% del PIL rispetto al 4,0%, al netto degli oneri straordinari, nel 2006. Le previsioni tengono conto anche di un certo recupero della spesa per investimenti degli Enti locali – dopo il forte contenimento osservato nel 2005 e nel 2006 – sia pure nel rispetto dei vincoli del patto di stabilità interno. La spesa complessiva si attesterebbe al 48,7% del PIL, contro il 49,4% delle precedenti stime.

Se questi risultati si verificassero, l'Italia potrebbe innanzitutto rispettare pienamente la Raccomandazione del Consiglio Ecofin del luglio 2005, ma si porrebbero le condizioni per accelerare il percorso di risanamento verso il pareggio di bilancio.

Restano tuttavia dei fattori di rischio e di incertezza, connessi non solo ai risultati dell'autotassazione, ma anche all'acquisizione alla Pubblica Amministrazione di parte del TFR non trasferito alla previdenza complementare (la cui dimensione potrà essere riscontrata con certezza solo nel prossimo mese di luglio), alle esigenze finanziarie di Ferrovie ed ANAS; alla dinamica della spesa sanitaria, soprattutto nelle Regioni impegnate nella predisposizione di specifici piani di rientro.



Il futuro immediato dei conti pubblici presenta quindi anche delle ombre, e ciò dovrebbe far riflettere piuttosto che discutere circa l'utilizzo del cosiddetto "tesoretto". Come ha sottolineato il Ministro dell'economia, non ci sono molte alternative. Nell'ipotesi più restrittiva, tutte le risorse disponibili dovrebbero essere utilizzate, nel 2007 e nel 2008, per un più rapido conseguimento del pareggio di bilancio. Nell'ipotesi espansiva, sempre che ci sia l'approvazione in sede europea, parte delle risorse aggiuntive potrebbero essere utilizzate per riduzioni di entrate o aumenti di spesa. Ma *in entrambi i casi dovrà essere compiuta per il 2008 una nuova correzione strutturale del disavanzo nella misura dello 0,5% del PIL*, pari a 7,5 miliardi di euro.

La soluzione più saggia sarebbe probabilmente la prima, ovvero l'ipotesi restrittiva, e non solo perché ancora ci sono margini di incertezza sull'entità delle maggiori risorse strutturali disponibili, ma perché, come si è già osservato, il "tesoretto" sarebbe comunque troppo esiguo per soddisfare tutte le richieste che sono state avanzate.

3. LE RECENTI TENDENZE DEI MERCATI FINANZIARI ♦

Il presente capitolo intende mettere in rilievo le recenti tendenze riguardanti l'evoluzione dei mercati dei titoli di debito e azionari. L'analisi prende avvio dall'andamento dei tassi di interesse all'interno dei principali mercati al fine di cogliere le possibili influenze sull'evoluzione dei prezzi dei titoli (sia pubblici che *corporate*) negoziati sui mercati regolamentati (dei principali paesi industrializzati e di alcuni paesi emergenti). Segue un'analoga analisi relativa sia all'evoluzione recente che prospettica per quanto riguarda i mercati azionari.

Il capitolo si chiude con un'appendice che mette in evidenza alcune problematiche del mercato italiano dei titoli di debito, soffermandosi in particolare sul problema della scarsa rappresentatività e significatività del mercato italiano stesso per le obbligazioni *corporate*, nonché su talune recenti innovazioni che lo hanno caratterizzato.

1. Tendenze e prospettive dei mercati dei titoli di debito

In linea con le attese dei mercati, lo scorso 6 giugno la Banca Centrale Europea (BCE) ha aumentato il tasso minimo sul rifinanziamento principale dal 3,75% al 4%. Contemporaneamente sono stati aumentati anche il tasso sui depositi *overnight* (dal 2,75% al 3%) e quello sui rifinanziamenti marginali (dal 4,75% al 5%). In seguito al diffondersi di timori di ripresa a medio termine dell'inflazione – espressi da parte di esponenti di varie banche centrali, che hanno

sostenuto la necessità di ulteriori aumenti dei tassi ufficiali – nelle sedute successive all'intervento della BCE si è realizzato un ulteriore diffuso aumento dei rendimenti. Il rialzo dei rendimenti dei titoli governativi è stato determinato anche dal miglioramento delle aspettative sulla congiuntura economica nell'Euro-zona, che ha portato diversi operatori di mercato a ritenere possibile nuovi rialzi dei tassi nel secondo semestre dell'anno.

Contemporaneamente, altre Banche Centrali hanno preso decisioni volte ad alterare in senso restrittivo le condizioni monetarie. A inizio giugno, la Nuova Zelanda ha portato i tassi ufficiali all'8%, il Sud Africa al 9,5% mentre la Svizzera e la Norvegia al 4,25%. In modo analogo, tra i paesi dell'Est Europa, la Repubblica Ceca è salita al 2,75%.

Più rilevante è stato il mutamento di scenario realizzatosi nelle ultime settimane negli USA. Le aspettative di una riduzione dei tassi da parte della Fed entro fine anno sono state riviste dopo la pubblicazione di una serie di dati macroeconomici positivi. Il mercato ha quindi iniziato a prezzare tassi fermi al 5,25% - livello a cui sono stati portati i tassi da parte della Banca Centrale nel giugno 2006 - anche per tutto il 2008.

L'attesa stabilità dei tassi statunitensi nel secondo semestre dell'anno dovrebbe favorire le obbligazioni USA rispetto a quelle europee. Resta maggiore la rischiosità, dovuta al possibile cedimento del tasso di cambio del dollaro, per l'investitore in euro.

Anche il segmento delle obbligazioni *corporate* ha mostrato una elevata volatilità nell'ultimo periodo con performance differenziate sia per comparto (*cash* e derivati), sia per rating (segmento *investment grade* e *high yield*) che per settori economici. Su tale andamento hanno inciso sensibilmente la risalita dei rendimenti che si è registrata sul comparto governativo, i rialzi -

♦ A cura di Alberto Banfi con la collaborazioni di Fiorenzo Di Pasquali, Francesca Pampurini e Davidia Zucchelli.

realizzati ed attesi - dei tassi di interesse¹, nonché la volatilità dei mercati azionari. I timori di una ripresa dell'inflazione - sostenuta dal rialzo dei prezzi delle materie prime e del petrolio - e un minor appetito per il rischio, hanno indebolito soprattutto i *bond high yield*, con *rating* nella categoria BB e inferiori. I titoli *investment grade* continuano per contro a mostrare un andamento positivo, con riduzione degli *spread*, soprattutto per i rating BBB, rispetto ai più contenuti recuperi dei bond AAA. Infine con riferimento ai settori economici, va registrata la performance particolarmente positiva degli assicurativi e dei finanziari.

Ampliando l'orizzonte di riferimento, va evidenziato come i differenziali di rendimento tra le obbligazioni emesse dalle imprese e i titoli governativi rimangano sui livelli minimi. Dopo l'ampliamento di fine febbraio, originato dalla flessione dei mercati azionari asiatici, gli *spread* hanno raggiunto nuovi minimi per effetto del concorso di vari fattori quali l'abbondante liquidità, l'appetito per il rischio degli investitori e, soprattutto, la conferma della solidità della ripresa economica nell'area euro. I risultati trimestrali delle società si sono mantenuti positivi e ben superiori alle attese e sono proseguite numerose le operazioni di fusione e integrazione che hanno riguardato società appartenenti a vari

settori economici. In particolare, l'indice di riferimento sull'intero comparto (JP Morgan Maggie All) si è portato a 22 punti base (pb) all'inizio di giugno, dopo il massimo precedente di 20pb di inizio marzo, per poi scendere ulteriormente fino agli attuali 13pb. Ciò riflette un premio al rischio particolarmente modesto, che rafforza le attese di un possibile aumento degli *spread*. I fattori tecnici di supporto (quali, in primo luogo, la liquidità disponibile) fanno ritenere che tale correzione possa essere graduale.

TAB. 3.1: Spread delle obbligazioni corporate in Europa rispetto ai Bunt tedeschi (8 giugno 2007)

Scad. Anni	M.D.	Rend.	Spread	variazione		
				1 m	6 m	12 m
2-3						
AAA	2,3	4,48	14	0	3	4
AA	2,2	4,58	24	0	3	4
A	2,3	4,64	29	-1	-1	-1
BBB	2,3	4,74	39	-3	-6	-6
5-7						
AAA	5,1	4,54	16	1	0	2
AA	5,1	4,65	28	0	3	6
A	5,0	4,85	48	0	1	3
BBB	5,0	4,95	57	-5	-16	-15
>10						
AAA	10,3	4,71	24	1	-0	-3
AA	10,2	4,81	34	1	-3	-6
A	10,6	5,00	53	-4	-13	-21
BBB	9,9	5,47	101	-4	-4	-3

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

In effetti, un'analisi più dettagliata della evoluzione del differenziale di rendimento tra i *corporate bond* e i titoli governativi mostra l'esistenza di alcuni elementi di criticità che dovrebbero indurre ad una certa prudenza. Infatti, se da un lato si è rilevato un lento e progressivo

¹ L'aumento dei tassi d'interesse che si sta realizzando in Europa ha avuto di per sé un effetto modesto sul mercato obbligazionario *corporate*. Anche in occasione degli ultimi rialzi, infatti, l'aumento dei tassi non ha comportato un calo immediato e consistente dei prezzi delle obbligazioni, poiché si è trattato di interventi al rialzo in genere di modesta entità e ampiamente scontati dal mercato. Anche la considerazione della ripresa economica nella zona dell'Euro - che supporta le aspettative di nuovi, moderati rialzi da parte della BCE - e delle attese di un ripensamento della politica monetaria americana, non mutano lo scenario prospettico caratterizzato da un impatto ancora modesto sul mercato *corporate*.

restringimento degli *spread* di alcune obbligazioni caratterizzate da rating non elevato, dall'altro si è evidenziato un movimento di segno contrario per quanto attiene ai *bond* emessi da società con miglior merito di credito e, soprattutto, con scadenza breve e media (TAB.3.1)².

Il maggior *appeal* – associato però ad un rischio superiore – che sembra invece favorire i titoli con un merito di credito inferiore ha trovato sostegno sia nel recente (e brusco) aumento degli *yield* delle obbligazioni governative, sia nelle operazioni di *carry trade*. In tal senso, si rammenta che queste ultime vedono l'indebitamento in divise caratterizzate da bassi tassi d'interesse (es. Yen e CHF) ed investimenti in titoli che presentano delle opportunità di rendimento più elevate, come nel caso dei *corporate bond* denominati in euro ed in dollari statunitensi.

Inoltre, la fase congiunturale favorevole a livello mondiale, con particolare riguardo all'Asia e all'Europa, ha consentito un miglioramento generalizzato dei conti aziendali e, di riflesso, il *default rate* si è mantenuto modesto.

Conferme in tal senso sono giunte da *Moody's*, la quale – differentemente da quanto previsto nei mesi passati dalla stessa agenzia - ha rilevato un tasso moderato di insolvenza sulle emissioni speculative (ossia al di sotto dell'*investment grade*). In aprile il *default rate* di tali *bond* è stato infatti dell'1,45%. ancora inferiore all'1,6% raggiunto un anno fa.. Tuttavia *Moody's* prevede che il tasso di *default* si porti al 2,4% entro la fine dell'anno, per crescere al 3,4% entro l'aprile 2008. Nel contempo, il rapporto fra revisioni al

rialzo (*upgrade*) e al ribasso (*downgrade*) inizia a registrare una inversione di tendenza, dopo che il numero di previsioni negative da parte delle agenzie ha superato quelle di segno positivo.

La vulnerabilità del mercato delle obbligazioni *corporate* pertanto è attesa intensificarsi nel 2007. Su tale tendenza potranno incidere negativamente le strategie societarie favorevoli agli azionisti. In particolare potranno produrre conseguenze degne di nota quelle strategie orientate a creare valore per gli azionisti, tramite: 1) acquisizioni finanziate con debito, particolarmente frequenti nel settore telecomunicazioni e *utility*; 2) operazioni di riacquisto di azioni (*buy-back*), volte a migliorare i multipli per le azioni; 3) distribuzione di crescenti dividendi, che aumentano il rendimento degli azionisti³.

Per quanto riguarda l'attività sul mercato primario, le aspettative di rialzo dei tassi, ma soprattutto le operazioni di M&A (spesso finanziate con debito) hanno sostenuto ulteriormente le emissioni *corporate* che, nel 2006 hanno registrato un nuovo record a livello internazionale, soprattutto nel mercato USA, portandosi a 4,1 trilioni di dollari⁴. Le attuali condizioni del mercato del credito sono favorevoli per nuove emissioni di *bond*. Tra i principali emittenti che sono ricorsi al mercato nelle ultime settimane segnaliamo le banche, sempre molto attive, mentre fra le singole società si evidenziano KPN (settore telecomunicazioni) e Enel (settore *utility*): quest'ultima ha effettuato un'emissione

² I modesti livelli di *spread* raggiunti da questi ultimi rappresentano infatti un freno ad ulteriori restringimenti ed i movimenti di mercato sono pertanto originati da eventi strettamente collegati ai singoli emittenti.

³ A questo proposito i settori più vulnerabili sembrano essere quelli dell'auto, dei media, dei beni di consumo e delle telecomunicazioni.

⁴ L'ammontare, che si riferisce alle operazioni annunciate, è il più elevato in termini reali dal 2000. L'attività di M&A è stata particolarmente intensa in Europa dove è cresciuta del 52% nel 2006, portando il controvalore a 1,2 trilioni di dollari, prossimo a quello registrato negli USA. Cfr. BIS, 77° Rapporto Annuale, p.106.

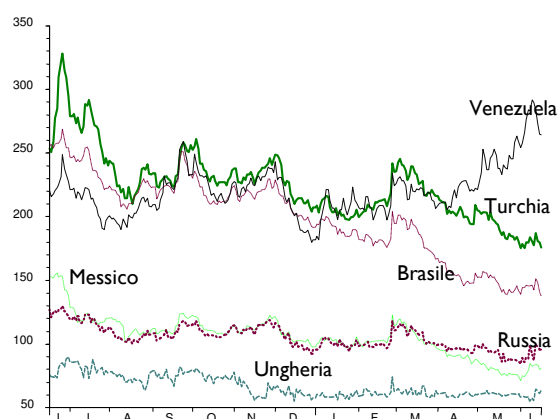
per un controvalore da 5 miliardi di euro (in varie *tranche* denominate sia in euro che in sterline) ottenendo ordini per un ammontare pari ad oltre il doppio all'offerta, destinato a finanziare l'acquisizione della società spagnola Endesa.

Con riferimento al comparto dei Paesi Emergenti, negli ultimi mesi hanno trovato conferma alcuni trend comuni che si possono riassumere nel miglioramento dei fondamentali macroeconomici, nella diminuzione del grado di rischio con una riduzione degli *spread* rilevati sul mercato secondario e nella diminuzione del debito con consistenti rimborsi. La prevalenza di *rating* stabili o con *outlook* positivi e la presenza di solo pochi *outlook* negativi confermano la (apparente) maggior capacità dei paesi emergenti di fronteggiare efficacemente shock esterni ed interni, anche di natura politica. A dimostrazione di ciò basterà ricordare quanto accaduto all'indomani del “mini-crollo” subito dalla piazza finanziaria di Shanghai a fine febbraio (che ha coinvolto dapprima il comparto azionario e, di seguito, quello obbligazionario): dopo l'iniziale flessione il comparto del mercato dei titoli dei paesi emergenti ha immediatamente registrato un forte recupero, riportando gli *spread* su livelli storicamente molto bassi (FIGG. 3.1 e 3.2).

L'indice *EMBI+*, che misura lo *spread* sui titoli benchmark americani, è passato dai 193pb di febbraio ai 151pb di giugno. Si è dunque confermata la capacità dei paesi emergenti di affrontare shock interni ed esterni, contemporanea all'accumulo di consistenti riserve valutarie e alla realizzazione di politiche di gestione del debito sempre più oculate, caratterizzate dall'aumento della durata media dei prestiti e da un crescente ricorso ad emissioni in valuta locale che consentono il superamento del rischio di cambio. La riduzione del debito è dovuta anche al crescente ricorso a *buy-back* e rimborsi anticipati. Particolarmente attivi sul fronte dei rimborsi sono

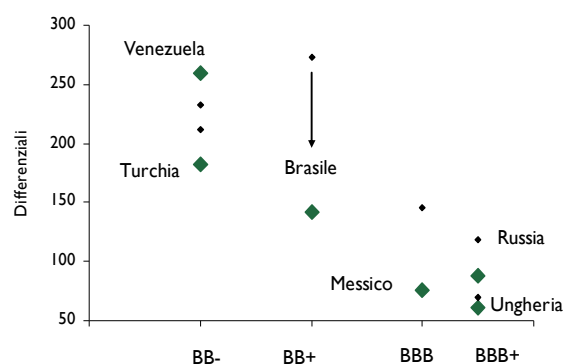
stati il Brasile – che ha ripagato il Club di Parigi, ha estinto i Brady Bond in circolazione, riscattato titoli in scadenza e rimborsato anticipatamente il FMI – nonché il Messico, la Russia e il Venezuela.

FIG. 3.1: Sovereign spread nei principali paesi emergenti



Fonte: Datastream (dati espressi in punti base).

FIG. 3.2 Sovereign spread e sovereign rating



Fonte: Datastream (dati espressi in punti base).

A fronte di una consistente riduzione del rischio economico vi è tuttavia da registrare un rischio politico ancora elevato in diversi, importanti paesi⁵. Oltre alle scadenze elettorali di Turchia

⁵ Sulla distinzione tra rischio politico e rischio economico per la determinazione del rischio paese si rimanda al capitolo 4 “Rating: come si assegnano i

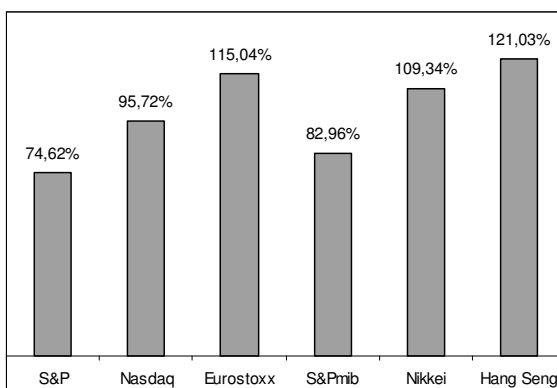
(elezioni fissate a fine luglio) e Russia (elezioni politiche in dicembre e presidenziali in marzo), che contribuiscono ad alimentare l'incertezza su questo fronte, sono da ricordare gli effetti negativi indotti dai provvedimenti introdotti in Venezuela dal Presidente Chávez: la privatizzazione di alcuni settori chiave per l'economia e la chiusura di una emittente televisiva privata hanno infatti indebolito sensibilmente la valutazione di credito del paese con un consistente allargamento degli *spread* (FIG. 3.1).

2. Tendenze e prospettive dei mercati azionari

2.1 Una visione di medio periodo

Nel corso dell'ultimo quinquennio i mercati azionari mondiali hanno mostrato un costante e sostenuto rialzo offrendo, nella maggior parte dei casi, rendimenti a due e tre cifre (FIG. 3.3).

FIG. 3.3: Tassi di variazione dei principali indici azionari (gennaio 2003 – giugno 2007)



Fonte: Datasream e nostre elaborazioni

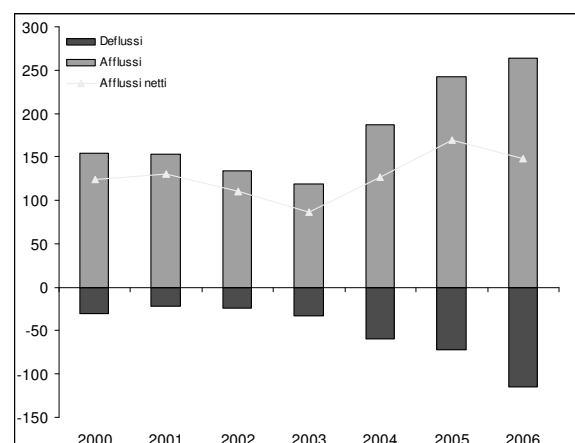
Dopo la fase ribassista che ha caratterizzato i mercati a seguito dello scoppio della bolla speculativa (2000 – 2002), le piazze finanziarie dei principali paesi sono entrate in una fase

rating ai Paesi”, a cura di M. Zaninelli, contenuto in questo numero di OM.

particolarmente favorevole, caratterizzata da un'intensa crescita che prosegue tuttora, trainata dalla performance positiva dell'economia mondiale.

Nelle economie emergenti il rialzo degli indici ha coinciso con continui, consistenti afflussi di capitali esteri che hanno permesso alle società di realizzare con successo numerose operazioni di emissioni azionarie⁶ (FIG. 3.4). Particolarmente emblematico è risultato il mercato cinese la cui crescita è stata decisamente rapida e intensa: dal livello minimo del maggio 2005 ad oggi la performance è stata pari al 322%. Tuttavia il forte rialzo dell'azionario cinese si è accompagnato ad accentuati squilibri sia sul fronte valutario che su quello del credito – favoriti dal mantenimento di un cambio pressoché fisso in presenza di ampi avanzi di bilancia dei pagamenti – che lasciano aperta la possibilità di frequenti ripetizioni di episodi di elevata volatilità come quelli già conosciuti alla fine del mese di febbraio, che costituirebbero il preludio dello scoppio di una vera e propria bolla speculativa.

FIG. 3.4: Flussi di capitale nei mercati emergenti (miliardi di dollari)



Fonte: BIS

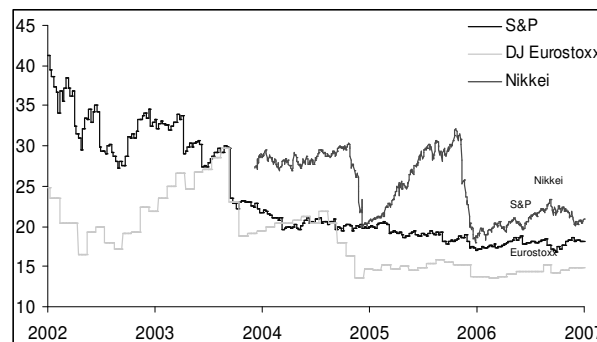
⁶ Cfr. BIS, 77th Annual Report, pag. 109 e ss.

Il mercato europeo – dopo aver toccato il livello di minimo relativo nel marzo 2003 – ha registrato un incremento del 165%. Anche il mercato giapponese - nonostante le problematiche economico/ finanziarie che l’hanno caratterizzato - ha conosciuto i medesimi ritmi di crescita, guadagnando il 139% dal punto di minimo dell’aprile 2003. Relativamente “meno virtuoso” è quindi apparso il mercato americano che, rispetto al livello minimo dell’ottobre 2002, ha guadagnato “soltanto” il 97%.

Nel corso del 2007 tutte le principali piazze finanziarie mondiali hanno mantenuto il loro andamento al rialzo. Ad alimentare la progressione dei corsi azionari in corso d’anno hanno contribuito numerosi altri fattori tra cui l’aumento degli utili delle società quotate e le numerose operazioni di M&A che si sono succedute su tutte le principali piazze finanziarie. La dinamica degli utili delle grandi imprese ha beneficiato in misura significativa dell’elevata crescita dell’economia mondiale e, in parte, anche delle politiche di contenimento dei costi attuate negli ultimi anni all’interno di diversi settori⁷. Ciò ha permesso alle imprese di corrispondere ai propri azionisti dividendi piuttosto elevati con l’obiettivo di consolidare la fiducia degli investitori. La politica dei dividendi seguita dalle società quotate ha avuto anche un duplice effetto segnaletico. Da un lato, la distribuzione di una quota relativamente elevata di utili in periodi caratterizzati da forte redditività ha contribuito a diminuire il rischio che gli amministratori possano utilizzare tali risorse per obiettivi diversi dalla massimizzazione del valore d’impresa. Dall’altro, l’incremento della quota di utili distribuita sottoforma di dividendo ha costituito il riflesso della diminuzione della propensione

all’investimento, dovuta alle difficoltà nel reperire progetti di investimento particolarmente redditizi⁸.

FIG. 3.5: Andamento del rapporto P/E (2002 – 2007)



Fonte: Dastream e nostre elaborazioni

In conseguenza di tali andamenti si è venuta a manifestare, nel periodo in esame, una costante riduzione del rapporto P/E (FIG. 3.5). Gli utili (sia effettivi che attesi) sono infatti cresciuti ad un tasso superiore rispetto a quello fatto registrare dai corsi azionari. Nell’ultimo biennio il mercato europeo ha costantemente corretto al rialzo le aspettative circa l’andamento degli utili futuri (EPS). Nel medesimo periodo si è anche osservata una riduzione della variabilità delle stime dagli analisti relativi agli EPS e ai rapporti P/E confermando quindi un elevato grado di convergenza delle aspettative. Più cauto è stato invece l’atteggiamento del mercato americano che nell’ultimo anno ha scontato numerose incertezze riguardo il possibile rallentamento dell’economia ed eventuali manovre correttive di politica monetaria. I P/E attesi dal mercato americano hanno continuato ad oscillare tra i livelli di 17 e 18 e le stime degli analisti hanno alternato revisioni al rialzo e al ribasso. A sostegno dei corsi azionari ha comunque contribuito il fatto che

⁷ Cfr. Banca d’Italia Bollettino Economico n. 45 pag. 94 e BIS, 77th Annual Report, pag. 109.

⁸ Nel quadriennio 1997-2000 (l’ultima fase ciclica di sostenuta crescita dei profitti) la spesa media annua per investimenti delle imprese quotate, in rapporto agli utili, è stata pari al 60%; nel biennio 2003-2004 è scesa al 42%.

i risultati annunciati dalle imprese quotate hanno mostrato che il rallentamento della crescita economica è stato in realtà molto più lieve di quanto originariamente atteso.

Sebbene nella maggior parte dei mercati gli investitori abbiano giudicato complessivamente soddisfacenti le valutazioni e le prospettive dei rendimenti, vi sono state alcune eccezioni. Particolare è stato il caso del Giappone in cui i rapporti P/E sono fortemente saliti durante la seconda metà del 2005 sostanzialmente a causa del rialzo delle quotazioni⁹; a ciò si è accompagnato un aumento della volatilità a testimonianza di più elevato grado di incertezza circa l'andamento futuro dei corsi. Dal 2006 in poi i rapporti P/E sono tornati ad attestarsi su livelli più contenuti spinti, inizialmente, dal crollo delle quotazioni avvenuto nella primavera e, successivamente, dall'annuncio di risultati aziendali particolarmente positivi. Ad accelerare la ripresa del mercato – e la stabilizzazione dei rapporti P/E – ha peraltro contribuito anche l'indebolimento dello yen che nel mese di novembre 2006 ha toccato il livello minimo¹⁰.

L'aumento della remunerazione degli azionisti non è stato indotto unicamente dalla corresponsione dei dividendi, ma ha ulteriormente beneficiato della marcata espansione delle operazioni di riacquisto di azioni proprie nonché di fusione ed acquisizione da parte sia di imprese quotate che di fondi di *private equity*. La dinamica di queste operazioni ha influito positivamente sui corsi azionari poiché ha contribuito ad aumentare il grado di leva nei bilanci delle imprese¹¹.

L'incremento della leva finanziaria è stato ulteriormente favorito dalle operazioni di *leveraged buyout*: infatti, già a partire dal 2005 le offerte di acquisto finanziate con capitale di prestito sono salite rapidamente a livelli non più osservati dopo l'ondata di LBO di fine anni Ottanta (FIG. 3.6): nel 2006 il volume delle operazioni di LBO ha toccato i 753 miliardi di dollari¹². Ancora una volta tale attività non ha interessato soltanto gli Stati Uniti, ma anche Europa (soprattutto Germania), Asia e Giappone¹³. In particolare si osserva che, contrariamente al passato, tali operazioni non hanno avuto come oggetto esclusivamente imprese statunitensi: le aziende obiettivo europee hanno rappresentato il 31% del valore annunciato di tutte le operazioni (nel 1988 tale quota era pari al 10%) e una percentuale significativa di operazioni ha riguardato anche società dei mercati emergenti.

cominciato ad essere effettuati per ridurre il capitale e rimborsare gli azionisti. Allo stesso modo anche il pagamento di dividendi straordinari è diventato un mezzo diffuso con cui gli investitori di *private equity* recuperano gli investimenti effettuati. Gli investitori di *private equity* hanno fatto ricorso al debito per finanziare i dividendi a valore sugli utili non distribuiti. [BIS, 76th Annual Report, pag. 106].

¹² Cfr. BIS, 77th Annual Report, pag. 118.

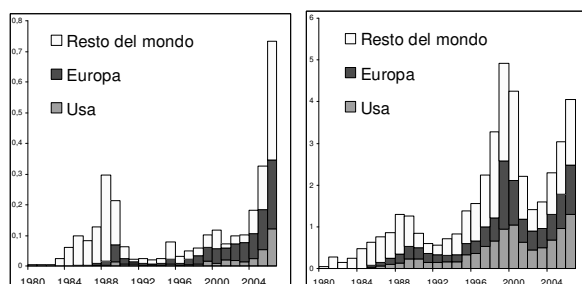
¹³ Le operazioni di riacquisto di azioni proprie realizzate in Italia nel triennio 2003-2005 sono pari allo 0,9% della capitalizzazione di borsa. Tale valore è molto simile a quello osservato nel triennio 1998-2000, pari all'1,1%. Nel 2006 le società comprese nell'indice S&P 500 hanno ritirato azioni per oltre 430 miliardi di dollari, importo nettamente superiore ai livelli, peraltro già elevati, dell'anno precedente. Il volume delle operazioni di fusione e acquisizione da parte sia di imprese quotate che di fondi di *private equity* nel periodo 2004-2005 è passato da 750 a 947 miliardi di euro.

⁹ Cfr. BIS, 76th Annual Report, pag. 109.

¹⁰ Cfr. BIS, Quarterly Review, marzo 2007, pag. 7.

¹¹ Tali operazioni aumentano il rapporto tra debito e capitale proprio e pertanto contribuiscono a migliorare la redditività del capitale. Prima del 2004 le azioni riacquistate erano in gran parte distribuite ai possessori di *stock option*, pertanto non alteravano la leva finanziaria; solo successivamente i riacquisti hanno

FIG. 3.6: Operazioni di LBO e annunci di fusione e acquisizione dal 1980 al 2006

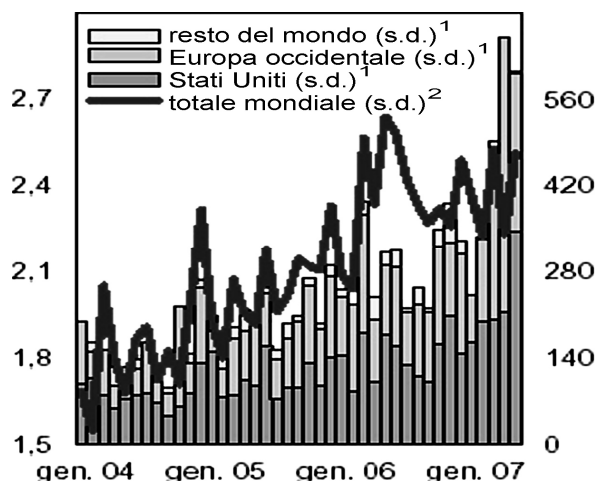


Fonte: BIS

Nota: Operazioni di LBO nella parte sinistra del grafico (valori in migliaia di miliardi di dollari) e annunci di fusione e acquisizione nella parte destra.

La ripresa dell'attività di LBO si iscrive nel contesto del più ampio aumento delle operazioni di fusione e acquisizione (FIG. 3.7). Contrariamente al passato questi eventi hanno avuto effetti positivi sui corsi azionari: infatti, sia le quotazioni delle società obiettivo, sia quelle delle società acquirenti sono aumentate in seguito all'annuncio delle operazioni¹⁴. Tale risultato è probabilmente dovuto al fatto che la maggior parte delle operazioni è stata effettuata mediante l'utilizzo di capitale di debito e, tipicamente, si osserva che le fusioni regolate per contante danno di norma risultati migliori di quelle finanziate con capitale azionario (in quanto, in questo secondo caso, si tende a non sopravvalutare il prezzo dell'impresa acquisita).

FIG. 3.7: Numerosità e controvalore delle operazioni di fusione e acquisizione (periodo 2004 – 2007)



Fonte: BIS.

1. Valore delle operazioni in milioni di dollari (scala sinistra).
2. Numero di operazioni in migliaia (scala destra).

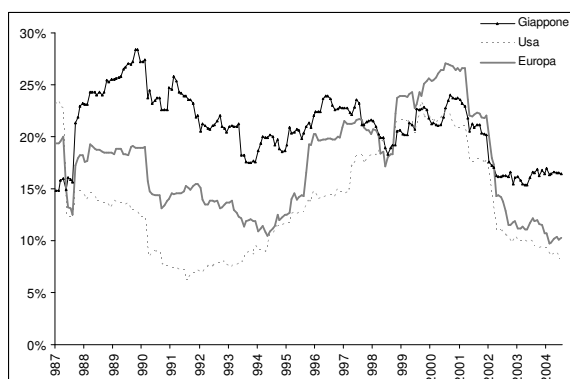
A ridurre il rischio di sopravvalutazione ha contribuito anche il fatto – già evidenziato – che nel periodo considerato i rialzi delle quotazioni si sono rivelati inferiori ai rialzi degli utili attesi, determinando rapporti prezzo/utili che si sono attestati su livelli notevolmente inferiori rispetto alla media storica.

Durante la fase di rialzo dei corsi azionari si è assistito altresì alla riduzione della volatilità. Dalla metà del 2004¹⁵ la variabilità delle quotazioni sui principali mercati è risultata molto bassa rispetto alla media storica degli ultimi 20 anni (FIGG. 3.8 e 3.9); sebbene i livelli raggiunti non abbiano toccato i minimi storici, il tratto distintivo di questa fase è riconducibile al fatto che la volatilità si colloca su livelli modesti contemporaneamente nella maggior parte dei mercati e delle aree geografiche e per un periodo piuttosto prolungato.

¹⁴ In passato, invece, erano soltanto gli azionisti della società bersaglio a beneficiare degli effetti della fusione. [BIS, 76th Annual Report, pag. 108].

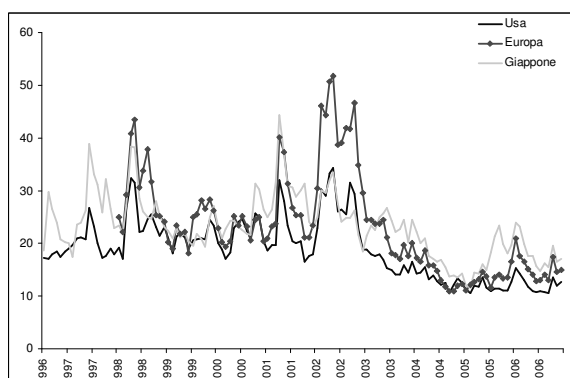
¹⁵ Cfr. Banca d'Italia, Bollettino Economico n. 47, pag. 84.

FIG. 3.8: Andamento della volatilità storica (periodo 1987 – 2007)



Fonte: Datastream e nostre elaborazioni

FIG. 3.9: Andamento della volatilità implicita (periodo 1996 – 2006)



Fonte: BIS

L'andamento della volatilità non è stato nemmeno influenzato in maniera permanente dai diversi shock che hanno interessato alcuni paesi (il rincaro del prezzo del petrolio, il *downgrading* di alcune importanti case automobilistiche americane, le catastrofi naturali e le tensioni geopolitiche) e che, in condizioni normali, avrebbero influenzato l'andamento dei mercati finanziari. La tenuta della volatilità è probabilmente dovuta agli andamenti macroeconomici particolarmente positivi degli ultimi anni, al costante incremento della redditività delle imprese e al rafforzamento della

loro struttura finanziaria, all'introduzione di nuovi strumenti per la gestione dei rischi e al miglioramento della conduzione della politica monetaria¹⁶. Tutti questi fattori, infatti, contribuiscono in maniera diversa a rafforzare il clima di fiducia degli investitori e ad aumentare l'appetito per il rischio.

La diminuzione della variabilità dei corsi ha rispecchiato sia la prolungata fase di espansione dell'economia mondiale, sia la minore variabilità di tale processo di crescita economica, soprattutto per i paesi più avanzati; il costante miglioramento della redditività aziendale e il calo dell'indebitamento hanno reso meno incerte le prospettive di sviluppo delle imprese e, dunque, la valutazione delle attività finanziarie ad esse collegate. La volatilità ha beneficiato anche della accresciuta liquidità dei mercati indotta dall'aumento del volume degli scambi, dal ruolo sempre più importante assunto dagli investitori istituzionali e dall'introduzione di nuovi strumenti per la gestione dei rischi. Anche il comportamento delle banche centrali ha prodotto effetti positivi sulla volatilità dei mercati finanziari; negli ultimi anni si sono notevolmente migliorati, soprattutto in Europa, il meccanismo di conduzione della politica monetaria, la comunicazione tra le istituzioni e il pubblico, la trasparenza dei processi decisionali e delle strategie adottate tanto che le variazioni dei tassi di interesse ufficiali vengono sempre più spesso anticipate dai mercati e assorbite in maniera più graduale¹⁷.

È peraltro opportuno osservare che molti di questi fattori non sono strettamente legati alla congiuntura economica, ma hanno natura

¹⁶ Diversi contributi teorici ed empirici indicano che la volatilità dei mercati finanziari ha un andamento controciclico. Cfr. Banca d'Italia, Bollettino Economico n. 47, pag. 84.

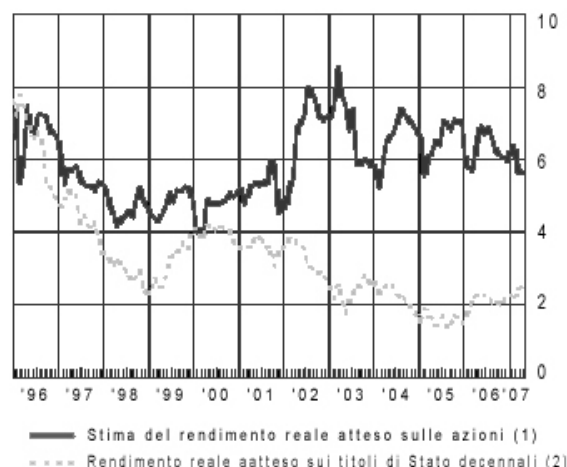
¹⁷ Cfr. Banca d'Italia, Bollettino Economico n. 47, pag. 85.

strutturale; è pertanto probabile che continuino ad avere effetti positivi sulla volatilità anche in futuro.

Il clima di fiducia che ha caratterizzato i mercati negli ultimi anni è riscontrabile anche nella dinamica dei *risk premium* impliciti nei prezzi di mercato. Tale indicatore è dato dalla differenza tra il rendimento atteso delle azioni (misurato dal tasso che eguaglia il valore attuale dei dividendi futuri attesi al livello dei corsi) e quello delle obbligazioni a lungo termine. Nel corso degli ultimi anni il premio al rischio (FIG. 3.10) si è mantenuto su valori piuttosto elevati rispetto alla media storica¹⁸. Tale fenomeno genera a sua volta un meccanismo che si autoalimenta; infatti, nei periodi in cui i *risk premium* risultano elevati si osservano due conseguenze: da un lato l'intensificarsi degli acquisti netti di azioni da parte soprattutto degli investitori istituzionali, dall'altro l'aumento delle operazioni di acquisizione finanziate mediante indebitamento o autofinanziamento¹⁹.

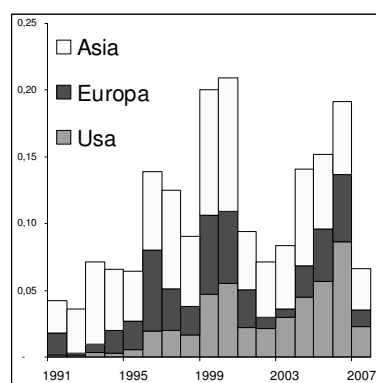
Da ultimo non va dimenticata la forte ripresa dell'attività del mercato primario: durante tutto il periodo di rialzo dei corsi si è infatti osservata una forte ripresa delle operazioni di prima quotazione in borsa (FIG. 3.11). In particolare, nell'area dell'euro, nel 2005 e nel 2006, le operazioni di prima quotazione sono state rispettivamente 99 e 201²⁰.

FIG. 3.10: Rendimento reale atteso su azioni e titoli di stato (periodo 1996 – 2007)



Fonte: Banca d'Italia.

FIG. 3.11: Controvalore delle IPO effettuate nel periodo 1991-2007



Triloni di dollari

Fonte: BIS

2.2. Le tendenze più recenti

La flessione che per la seconda volta ha colpito la Borsa cinese non sembra aver avuto significativi riflessi nel mercato internazionale dei capitali (TAB. 3.2). Nell'ultimo mese, i rendimenti espressi in euro degli indici delle diverse zone geografiche, sono tutti risultati positivi con una piccola eccezione per l'Italia (0,6%), che tuttavia registra una performance decisamente positiva se valutata a partire dall'inizio dell'anno. La crescita

¹⁸ Cfr. Banca Imi - IntesaSanPaolo, Investment Trends 07.06.2007, pag. 19.

¹⁹ Cfr. Banca d'Italia, Bollettino Economico n. 45, pag. 95.

²⁰ Cfr. Banca d'Italia, Relazione Annuale 2006, pag. 174.

dell'azionario italiano mercato è stata trainata dal settore industriale, in particolar modo da quello automobilistico (+43,88% da inizio anno) e da quello dei servizi finanziari e della distribuzione; di segno negativo, invece, le *performances* del comparto immobiliare (-2,21%) e dei media (4,02%)²¹.

In Europa l'andamento dei mercati si presenta pressoché simile; continua a migliorare il comparto industriale (in particolare il settore auto), mentre rallentano il comparto bancario (soprattutto i servizi finanziari) dopo una crescita pronunciata nei mesi precedenti e il comparto dei media. In generale in Europa la *sovraperformance* dei settori ciclici sembra indicare la continuazione del buon momento dell'economia.

Al contrario negli Stati Uniti i risultati settoriali non indicano temi chiari, a parte la decisa *sottoperformance* del settore finanziario.

Anche i principali mercati emergenti hanno sperimentato nella prima parte del 2007 un forte rialzo dei corsi azionari: dall'inizio dell'anno l'indice MSCI Emerging Market è cresciuto del 10%²² (FIG. 3.12).

In particolare sono risultati molto elevati gli aumenti dei prezzi in America Latina e nell'Est Europa, le due zone che anche nel medio periodo hanno conosciuto forti incrementi. Anche nei mercati emergenti l'aumento dei corsi azionari è stato sospinto da condizioni macroeconomiche particolarmente favorevoli e da una forte propensione al rischio da parte degli investitori a livello mondiale. A differenza di quanto avvenuto nei mercati sviluppati, in quelli emergenti l'espansione degli utili societari non ha tenuto il

passo con i corsi azionari e i rapporti P/E hanno segnato in brusco incremento²³. Il più chiaro esempio di tale andamento è rappresentato dal già menzionato mercato cinese ove gli elevati livelli raggiunti dai P/E lasciano intravedere chiari segnali di sopravvalutazione

TAB. 3.2: La crescita dei prezzi nei vari mercati e settori azionari a livello mondiale

Mercati	periodo			
	1m	3m	12m	36m
<i>Zone geografiche</i>				
Italia	-0,6	9,7	22,8	66,0
Europa	3,0	12,7	31,6	77,0
Est Europa	6,8	8,4	29,0	161,6
Nord America	4,2	10,1	17,7	31,9
Giappone	2,6	-0,6	9,1	34,8
Asia	4,0	6,7	23,4	63,5
America Latina	12,5	28,9	76,7	266,1
Mondo	3,6	9,9	21,9	47,2
<i>Comparti:</i>				
Tecnologia	5,3	10,7	19,4	17,7
Finanziario	1,2	7,3	18,9	52,0
Medico/Farma.	0,3	4,5	9,3	17,5
Immobiliare	-2,5	-1,1	27,3	93,9
Risorse Naturali	6,9	16,0	41,6	111,4
Reddito fisso	-1,4	-2,7	0,3	8,9

Fonte: Morningstar, valori al 15 giugno 2007. Rendimenti in euro.

Con particolare riferimento al nostro mercato gli analisti prevedono nel prossimo futuro un possibile innalzamento della volatilità generato da due diversi fattori: da un lato l'incremento dei tassi di interesse fissati dalla Banca Centrale e dall'altro il fatto che negli ultimi mesi le

²¹ Cfr. Borsa Italiana, Sintesi Mensili, maggio 2007.

²² Aumenti pari al 37% e 28% sono stati registrati rispettivamente in America Latina e Asia. Cfr. BIS Quarterly Review, giugno 2007, pag. 11 e BIS 77th Annual Report, pag. 116.

²³ Cfr. BIS, 77th Annual Report, pag. 117.

performances delle *mid cap* (notoriamente più variabili) hanno superato quelle delle *blue chips*²⁴.

Le revisioni delle aspettative sugli EPS delle società appartenenti ai diversi comparti rappresentano un indicatore delle aspettative degli operatori circa l'evoluzione futura dei mercati; i settori che hanno ricevuto giudizi positivi sono stati il settore bancario, il settore auto e quello industriale, mentre sono risultati meno profittevoli, in termini di crescita prospettica, l'assicurativo, il comparto delle utilities e quello del retail²⁵.

²⁴ Dati Caboto.

²⁵ Cfr. Dati Banca IMI – IntesaSanPaolo, Investment Trends, giugno 2007.

APPENDICE A.1

Il mercato del future sull'Euribor¹

Da quando l'Euro è diventata la moneta unica dei principali paesi europei sono nati nuovi mercati monetari-finanziari, come l'Euribor² e l'Eonia (Euro OverNight Index Average). Ad essi si sono aggiunti i relativi mercati derivati, specializzati sia nelle scadenze breve e medio-lunga. Tale evoluzione ha reso più facile sia per gli *hedgers* che gli speculatori coprirsi o esporsi in posizioni di rischio, mediante contratti *futures* e opzioni che hanno come “sottostante” gli strumenti del mercato monetario - soprattutto l'Euribor a scadenza 3 mesi o anche l'EONIA.

In particolare, uno strumento molto importante, e in continuo sviluppo, è proprio il *future* sull'Euribor a 3 mesi, un contratto riguardante depositi a tre mesi (del cosiddetto segmento del mercato monetario), di grosso importo (il valore facciale del sottostante di € 1.000.000). Il vantaggio di questo strumento è di consentire a grossi investitori di assumere posizioni sui futuri movimenti dei tassi. Trattandosi di un *interest rate future*, è infatti possibile stabilire preventivamente il prezzo (tasso) su operazioni a tre mesi che avranno esecuzione a data differita.

¹ A cura di G. Barone, C. Rosa e G. Verga

² L'Euribor (Euro Interbank Offered Rate) è un tasso guida giornaliero basato sul tasso d'interesse a cui le banche sono disposte a concedere prestiti non garantiti a altre banche nel mercato monetario all'ingrosso (interbancario) dell'euro. I rendimenti dell'Euribor sono determinati (fixed) dall'European Banking Federation (EBF) approssimativamente alle 10:00 (ora di Londra) di ogni giorno; il suo valore corrisponde a una media “filtrata” dei rendimenti dei depositi interbancari offerti da un gruppo di banche (al momento più di 50), su scadenze che vanno da una settimana a 12 mesi. I rendimenti dell'Euribor possono essere liberamente scaricati da internet nel sito www.euribor.org.

I mercati di quotazione del future sull'Euribor a 3 mesi

I contratti sul *future* dell'Euribor sono due. Il primo, il più liquido, è trattato nell'Euronext Liffe di Londra (London International Financial Futures and Options Exchange): nel momento in cui scriviamo sono quotati 20 contratti, le cui scadenze (*expire date*), intervallate di tre mesi in tre mesi, vanno dal 18 giugno prossimo al 19 marzo 2012 (TAB. A.1).

TAB. A.1: Il future sull'Euribor a 3 mesi: il Liffe

RIC	Nome	Expire Date	Volumi
FEIM7	EURIBOR 3M JUN7	18-Jun-07	54.925
FEIU7	EURIBOR 3M SEP7	17-Sep-07	162.282
FEIZ7	EURIBOR 3M DEC7	17-Dec-07	188.277
FEIH8	EURIBOR 3M MAR8	17-Mar-08	135.095
FEIM8	EURIBOR 3M JUN8	16-Jun-08	92.314
FEIU8	EURIBOR 3M SEP8	15-Sep-08	76.451
FEIZ8	EURIBOR 3M DEC8	15-Dec-08	52.462
FEIH9	EURIBOR 3M MAR9	16-Mar-09	31.466
FEIM9	EURIBOR 3M JUN9	15-Jun-09	8.164
FEIU9	EURIBOR 3M SEP9	14-Sep-09	4.718
FEIZ9	EURIBOR 3M DEC9	14-Dec-09	2.592
FEIH0	EURIBOR 3M MAR0	15-Mar-10	1.804
FEIM0	EURIBOR 3M JUN0	14-Jun-10	287
FEIU0	EURIBOR 3M SEP0	13-Sep-10	132
FEIZ0	EURIBOR 3M DEC0	13-Dec-10	68
FEIH1	EURIBOR 3M MAR1	14-Mar-11	134
FEIM1	EURIBOR 3M JUN1	13-Jun-11	243
FEIU1	EURIBOR 3M SEP1	19-Sep-11	175
FEIZ1	EURIBOR 3M DEC1	19-Dec-11	70
FEIH2	EURIBOR 3M MAR2	19-Mar-12	70

Contratti futures sull'Euribor a 3 mesi quotati nella piazza di Londra (Liffe); volumi = media giornaliera delle ultime 20 sedute; Valori al 4 giugno 2007

L'altro mercato è l'Eurex di Francoforte.

Dal punto di vista tecnico il funzionamento dei due mercati è lo stesso, anche se l'Eurex risulta

meno liquido dell'Euronext-LIFFE, dal momento che il volume di contratti scambiati è inferiore, come si può facilmente notare dalla TAB. A.2.

TAB. A.2 Il future sull'Euribor a 3 mesi: l'Eurex di Francoforte

RIC	Nome	Expire Date	Volumi
FEU3M7	3MTH EURI JUN7	18-Jun-07	1.100
FEU3U7	3MTH EURI SEP7	17-Sep-07	1.276
FEU3Z7	3MTH EURI DEC7	17-Dec-07	413
FEU3H8	3MTH EURI MAR8	17-Mar-08	291
FEU3M8	3MTH EURI JUN8	16-Jun-08	158
FEU3U8	3MTH EURI SEP8	15-Sep-08	213
FEU3Z8	3MTH EURI DEC8	15-Dec-08	64
FEU3H9	3MTH EURI MAR9	16-Mar-09	37
FEU3M9	3MTH EURI JUN9	15-Jun-09	15
FEU3U9	3MTH EURI SEP9	14-Sep-09	25
FEU3Z9	3MTH EURI DEC9	14-Dec-09	18
FEU3H0	3MTH EURI MAR0	15-Mar-10	22

Contratti futures sull'Euribor a 3 mesi quotati nella piazza di Francoforte (Eurex); volumi = media giornaliera delle ultime 20 sedute; Valori al 4 giugno 2007

Le caratteristiche del mercato del future sull'Euribor

I prezzi dei futures sono quotati su base giornaliera e il tasso d'interesse contrattuale corrisponde a 100 meno il prezzo. In ciascun contratto il prezzo si muove di multipli del minimo prefissato di 0,005 (o unità discrete ticks), che, dato il valore facciale del sottostante, corrisponde a un valore di 12,5 euro.

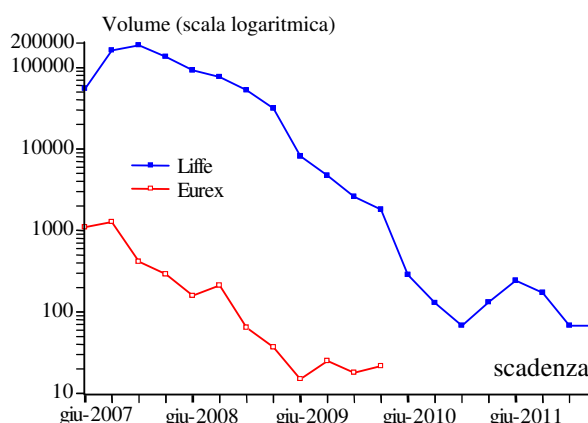
L'ultimo giorno di contrattazione di ogni contratto *future* corrisponde a due giorni lavorativi prima del terzo venerdì del mese di consegna (*delivery month*). La data di consegna (o scadenza) è invece il primo giorno lavorativo dopo l'ultimo *trading day*. Per esempio, se in un certo *delivery month* il terzo venerdì del mese

corrispondesse al giorno 20 e il mercoledì fosse festivo, l'ultimo giorno di contrattazione sarebbe il martedì 17 e la data di consegna il giovedì 19. Se invece non vi fossero giorni festivi intermedi, l'ultimo giorno di contrattazione sarebbe il terzo mercoledì del mese e il giorno di consegna il giovedì. Normalmente, comunque, la scadenza (*expiring day*) va dal 13 al 19 del mese.

I mesi standard di consegna (*delivery*) sono marzo, giugno, settembre e dicembre, detti anche trimestri di scadenza (*quarterly expiries*).

In generale, comunque, la liquidità, misurata dal volume delle contrattazioni, aumenta fino ai 3-6 mesi, poi si riduce (FIG. A.1)

FIG. A.1: Volumi e scadenza del future sull'Euribor



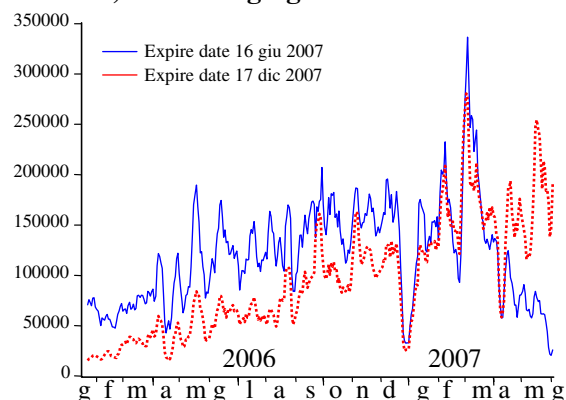
Volumi = media giornaliera delle ultime 20 sedute; valori al 6 giugno 2007

Questo risultato emerge anche dalla FIG A.2 che riporta la media mobile settimanale dell'andamento dei volumi dei contratti con expiry 18 giugno e 17 settembre 2007.

La liquidità è molto ridotta quando la scadenza è molto lontana; questa tende successivamente a crescere man mano che la scadenza si avvicina finché, in prossimità dell'*expiry day*, il volume delle contrattazioni si riduce. Dalla figura si nota infatti che fino al dicembre del 2006 le

contrattazioni erano più numerose sulla scadenza più vicina, poi dal gennaio al marzo di quest'anno i due grafici tendono a sovrapporsi e, infine, a partire da aprile 2007 risulta maggiore il volume sul *future* a scadenza 17 dicembre.

FIG. A.2: Volume delle contrattazioni Euribor, scadenza giugno e dicembre 2007



Liffe; medie mobili di 5 giorni: 17 gen 2006 - 6 giu 2007

Va comunque tenuto presente che oltre alle scadenze tipiche di cui si è detto sopra, vi sono anche contratti *serial expiry* che scadono nei successivi sei mesi di calendario, e, pertanto, non corrispondono alla sequenza dei precedenti trimestri. La loro liquidità è comunque modesta e quindi qui non vengono presi in considerazione.

Profilo settimanale e effetto delle riunioni della BCE sulle transazioni nel mercato del future

Ritornando all'andamento del volume giornaliero degli scambi nel mercato del future sull'Euribor, occorre notare che il suo andamento, oltre a risentire della scadenza, è influenzato anche dal giorno della settimana (le contrattazioni sono più alte dal martedì al venerdì). Inoltre, nei giorni in cui si riunisce il Consiglio Direttivo della BCE, il volume degli scambi e la volatilità delle quotazioni, risultano significativamente più elevati. E questo, soprattutto per quanto riguarda i volumi, vale

specialmente per i contratti con scadenza non eccessivamente lontana (TAB. A.3). La spiegazione che si può dare riguardo all'effetto delle riunioni del Consiglio Direttivo è ovvia. La decisione sul livello del Repo e le informazioni date dal Presidente durante la Conferenza Stampa, se inattese, modificano la conformazione ottima degli investimenti monetari degli operatori, che reagiscono modificando i loro portafogli (elevato volume) e i prezzi dei contratti future. Dal momento che queste informazioni riguardano soprattutto il breve-medio periodo, sono proprio i contratti con questa scadenza a esserne maggiormente influenzati.

TAB A.3: Effetto del giorno della settimana rispetto al lunedì e effetto delle riunioni della BCE su volumi e volatilità dei prezzi

	Scadenza			
	giu 07	set 07	dic 07	mar 08
<i>Volume</i>				
Martedì	0,07	0,05	0,04	0,05
Mercoledì	0,05	0,05	0,05	0,06
Giovedì	0,08	0,06	0,05	0,06
Venerdì	0,04	0,06	0,05	0,06
Riunione BCE	0,21	0,13	0,10	0,07
<i>Volatilità prezzo</i>				
Martedì	0,06	0,05	0,05	0,05
Mercoledì	0,02	0,02	0,03	0,04
Giovedì	0,04	0,05	0,05	0,06
Venerdì	0,05	0,06	0,07	0,07
Riunione BCE	0,12	0,12	0,11	0,09

Nostre elaborazioni su dati Liffe; periodo 17 gen 2006 - 6 giu 2007; valori espressi in % dei valori medi

Liquidità e livellamento delle condizioni di mercato

Data la buona liquidità di molti contratti future sull'Euribor a tre mesi, le operazioni di

arbitraggio fra i diversi contratti e i diversi mercati tendono a portare a un livellamento della convenienza delle relative operazioni. Ne deriva che i prezzi (e i rendimenti) dei *futures* sull'Euribor tendono a muoversi molto velocemente per eliminare ogni possibile discrepanza fra i rendimenti delle diverse alternative.

Un caso in cui quest'affermazione è assolutamente evidente riguarda i contratti uguali quotati nelle due diverse piazze di Londra e Francoforte (TAB. A.4)

TAB. A.4: Confronto fra i prezzi del future sull'Euribor a 3 mesi quotato su piazze diverse (valori seduta 29 Maggio 2007)

Scad.	chiusura		Massimo		Minimo	
	Liffe	Eurex	Liffe	Eurex	Liffe	Eurex
giu 07	95.84	95.835	95.84	95.84	95.835	95.835
set 07	95.63	95.63	95.64	95.64	95.625	95.63
dic 07	95.485	95.49	95.495	95.49	95.48	95.485
mar 08	95.43	95.435	95.445	95.44	95.425	95.435
giu 08	95.42	95.42	95.435	95.435	95.41	95.425
set 08	95.44	95.44	95.46	95.455	95.43	95.445
dic 08	95.465	95.585	95.485	95.6	95.455	95.585
mar 09	95.5	95.5	95.52	95.515	95.49	95.505
giu 09	95.505	95.505	95.52	95.51	95.495	95.51
set 09	95.505	95.505	95.525	95.515	95.5	95.515
dic 09	95.5	95.5	95.515	95.505	95.495	95.505

Nostra elaborazione su dati Liffe e Eurex

I valori della tabella si riferiscono ai dati del 29 maggio scorso, giorno in cui è risultato massimo il numero di scadenze quotate contemporaneamente in entrambi i mercati³. Un'altra indicazione della forte integrazione tra i vari contratti del future sull'Euribor si ricava dalla TAB. A.5, che riporta le correlazioni tra le

variazioni giornaliere dei prezzi di chiusura di alcuni contratti quotati sul Liffe.

TAB A.5: Correlazione tra le variazioni giornaliere dei prezzi dei contratti *futures* sull'Euribor a 3 mesi (Liffe).

Scad.	2007			2008			
	giu	set	dic	mar	giu	set	dic
giu 07	1.00	0.98	0.94	0.92	0.89	0.87	0.86
set 07	0.98	1.00	0.99	0.97	0.95	0.93	0.92
dic 07	0.94	0.99	1.00	0.99	0.98	0.96	0.95
Mar 08	0.92	0.97	0.99	1.00	0.99	0.98	0.97
giu 08	0.89	0.95	0.98	0.99	1.00	1.00	0.99
set 08	0.87	0.93	0.96	0.98	1.00	1.00	1.00
dic 08	0.86	0.92	0.95	0.97	0.99	1.00	1.00

Nostra elaborazione su dati Liffe; dati giornalieri, periodo 17 gennaio 2006 - 6 giugno 2007

Le correlazioni tra contratti con scadenza relativamente vicina sono elevatissime, e ciò significa che i prezzi si muovono sempre in sintonia e nella stessa direzione. Qualunque fenomeno che determina il movimento del prezzo di un *future* ha un'immediata ripercussione sulla convenienza degli altri contratti che, grazie alla reazione del mercato, vedono un immediato movimento dei loro prezzi nella stessa direzione. Il legame, inoltre, come ci si poteva attendere, è tanto più forte quanto più le scadenze sono vicine e quindi quanto più sostituibili le attività.

Analisi dei prezzi per contratto e per posizione

E' possibile costruire due differenti tipi di serie dei prezzi dei *futures*: per contratto e per posizione. Quanto trattato sinora ha riguardato la prima alternativa: per ogni singolo contratto è stata considerata l'evoluzione giorno per giorno del prezzo e dei volumi

Le serie per posizione sono invece costruite fondendo fra loro i dati di diversi contratti

³ Quanto appare dalla tabella è comunque di validità generale: contratti analoghi hanno prezzi pressoché allineati.

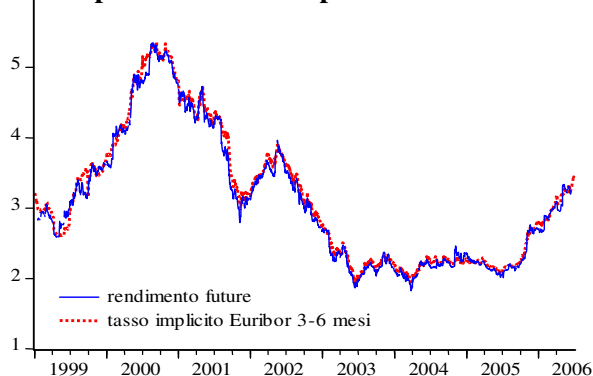
future. In un dato istante, la “prima posizione” è identificata con il contratto con la scadenza più vicina nella sequenza trimestrale; la seconda posizione è rappresentata dal secondo contratto a scadere nella stessa sequenza trimestrale, e così via. D’altra parte, come il nome suggerisce, la serie storica di un contratto inizia alla data di apertura (*opening date*) e cessa alla scadenza del contratto *future*. Il vantaggio di analizzare il comportamento dei prezzi per posizione è quindi quello di poter osservare nel tempo le caratteristiche dei contratti *futures* in relazione al numero di giorni che rimangono prima della scadenza e non in relazione al momento in cui sono stati definiti.

L’omogeneità rispetto alla scadenza è massima quando si considera un cosiddetto *rolling*, cioè quando si considerano le caratteristiche del contratto, qualunque esso sia, i cui giorni mancanti alla scadenza sono il più vicino possibile a un valore prefissato. In questo modo non c’è bisogno di aggiustare i prezzi *future* per il diverso numero di mesi che mancano alla scadenza e si evitano inutili complicazioni durante l’analisi dell’evoluzione del mercato nel corso del tempo. Inoltre, lo studio dei *future* per posizione piuttosto che per singolo contratto è anche giustificabile in base a come funziona il mercato stesso. Infatti, al fine di restare nel mercato, i *traders* che tengono contratti prossimi a una certa scadenza devono spostare la loro posizione in un contratto avente *expiry* immediatamente successiva, non appena la scadenza del contratto in essere si allontana troppo dall’originale. Comportandosi in questo modo, essi però fanno anche sì che i prezzi per posizione risultino sufficientemente omogenei fra loro.

I future con scadenza vicina a tre mesi

Un caso molto interessante di *rolling* riguarda il contratto *future* la cui scadenza è la più vicina possibile a tre-quattro mesi. In questo caso, infatti, la scadenza non è troppo breve e quindi la liquidità è ancora relativamente abbondante; d’altra parte, tre mesi rappresentano un periodo abbastanza breve per ritenere questi contratti rappresentativi dell’evoluzione del mercato monetario. I dati presi in considerazione sono forniti da “*The Institute for Financial Markets*” e si riferiscono al Liffe. Il dataset contiene informazioni particolarmente utili, come i prezzi divisi transazione per transazione (circa 2.500.000 *transaction ticks*), l’istante dell’esecuzione del contratto e il corrispondente volume (quest’ultimo dato è però disponibile solo dal luglio 2003). Il periodo analizzato va dal 1999 al giugno 2006.⁴

FIG. A.3: Rendimento del future sull’Euribor a tre mesi (3 mesi prima della scadenza) e corrispondente tasso implicito dell’Euribor



Nostra elaborazione su dati Liffe; dati giornalieri, periodo 1999-giu 2006; rendimento future = 100-prezzo.

Una prima osservazione (FIG. A.3) riguarda la forte integrazione che emerge tra il mercato del future (Liffe) e quello dell’Euribor, e che rafforza quanto già detto in precedenza a

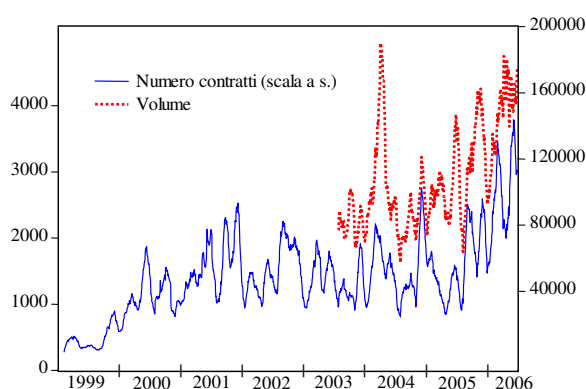
⁴ Quanto prima saranno disponibili i dati fino al giugno 2007, ma la situazione degli ultimi mesi è del tutto analoga a quella qui descritta.

proposito dell'integrazione dei diversi contratti *futures* tra loro. Tre mesi prima della scadenza il rendimento del *future* si sovrappone infatti quasi perfettamente al tasso implicito a 3-6 mesi dell'Euribor: rendimenti che in un ideale mondo "efficiente" sarebbero molto simili lo sono anche nel mondo reale.

L'evoluzione del mercato del future sull'Euribor

Grazie al fatto che con i dati *rolling* si supera il problema dell'eterogeneità della scadenza contrattuale, è possibile anche avere una corretta panoramica dello sviluppo "quantitativo" del mercato del *future* sull'Euribor. Dopo un rapido aumento del numero di contratti avvenuto nel 1999-2000 si è assistito (FIG. A.4) a un autentico boom: a partire dal 2005 in avanti, rispetto al 1999, il mercato è infatti diventato 20 volte più grande, con tutte le conseguenze che ne derivano per la liquidità e la rappresentatività dei suoi prezzi.

FIG. A.4: Evoluzione del numero di contratti e volume nel mercato del future



Nostra elaborazione su dati Liffe; medie mobili mensili dei dati giornalieri, periodo 1999-giu 2006.

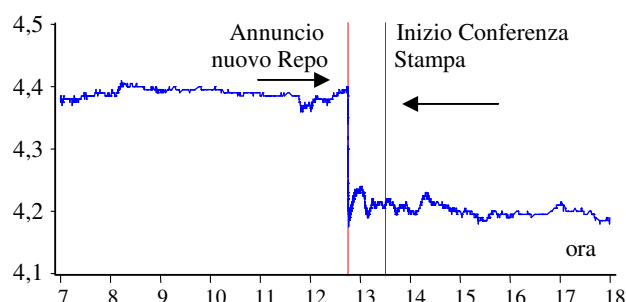
La velocità della risposta dei prezzi del future sull'Euribor alle nuove informazioni

Proprio per la sua liquidità, e quindi per l'elevato numero di operatori presenti sul

mercato, non può sorprendere la velocità con cui i prezzi dei contratti *futures* incorporano le nuove informazioni.

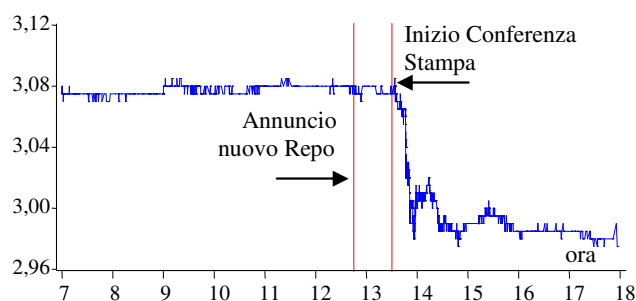
Come si nota dall'esempio della FIG. A.5, che riporta l'evoluzione dei rendimenti, transazione per transazione, del future sull'Euribor nella giornata del maggio 2001, in cui il Repo venne inaspettatamente ridotto di 25 punti base, la reazione del mercato risulta immediata. Alla notizia dell'inatteso abbassamento del Repo è infatti seguito in tempo reale un abbassamento del rendimento del future.

FIG. A.5: Evoluzione del rendimento del future sull'Euribor a tre mesi in seguito a un ribasso inatteso del Repo



Nostra elaborazione su dati Liffe; valori del giorno 10 maggio 2001.

FIG. A.6: Evoluzione del rendimento del future in seguito a un annuncio inatteso nella Conferenza Stampa del Presidente



Nostra elaborazione su dati Liffe; valori del giorno 6 aprile 2006.

Un fatto analogo è avvenuto il 6 aprile 2006. Esso ha però non ha riguardato il valore del

tasso ufficiale, ma il contenuto della Conferenza Stampa del Presidente (FIG. A.6).

Il nuovo livello del Repo era infatti esattamente quello previsto dal mercato, che quindi non ha reagito all'informazione sul tasso ufficiale. Il mercato, però, si aspettava che durante la sua conferenza stampa Trichet avrebbe lasciato intendere che il Consiglio direttivo avrebbe aumentato il tasso ufficiale nella seduta successiva. Questo non solo non è avvenuto, ma il Presidente ha anche esplicitamente dichiarato che tale aumento non era nelle intenzioni della BCE e il mercato ha reagito con una riduzione del tasso del future.

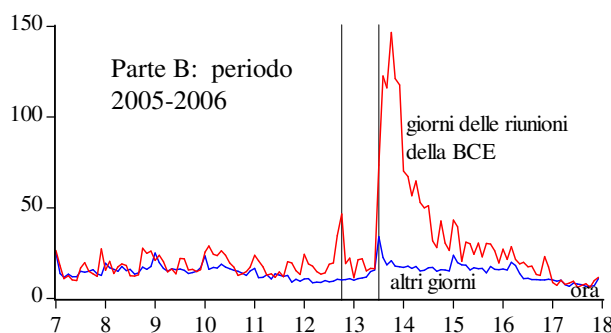
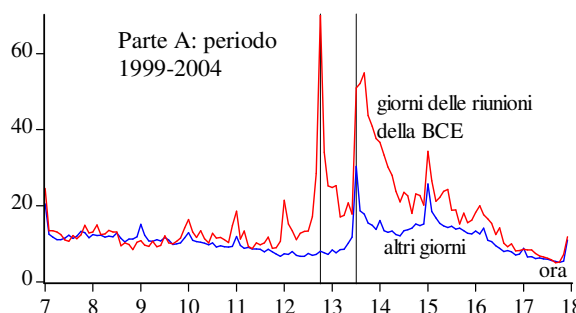
Il risultato di questi esempi è che il prezzo e il rendimento del future sull'Euribor a tre mesi si comportano esattamente come previsto dall'ipotesi dei mercati efficienti: informazioni importanti e inattese hanno una ricaduta immediata sui prezzi. E questo spiega quanto già rilevato in precedenza: nei giorni delle riunioni del Consiglio Direttivo della BCE aumentano sia le transazioni nel mercato dei future sia la volatilità dei prezzi.

La mutata prassi informativa della BCE e la diversa reazione del mercato

Il mutato comportamento della BCE, che da diversi mesi risulta molto più trasparente che nel passato riguardo le sue intenzioni di brevissimo periodo, ha ridotto negli ultimi mesi l'impatto che sul mercato del *future* hanno gli annunci sul nuovo livello del Repo. Il mercato, di fatto, è già al corrente della decisione che viene presa dalla Banca e quindi l'effetto annuncio è nullo. L'unica sorpresa può quindi giungere al mercato dal contenuto della Conferenza Stampa e dal tenore delle risposte che il Presidente dà alle domande dei giornalisti.

Il profilo del numero di transazioni dei giorni delle riunioni della BCE - che è un indicatore del riaggiustamento del portafoglio degli investitori a notizie inattese sulla politica monetaria - si è così fortemente modificato (FIGG. A.7 a e b) nel tempo. Mentre prima l'informazione più rilevante era il nuovo valore del Repo, ora l'informazione più rilevante è diventata la conferenza del Presidente. Del tutto simile all'andamento delle transazioni è anche quello (qui non riportato per motivi di spazio) della volatilità dei prezzi.

FIG. A.7: Il profilo medio giornaliero del numero di transazioni in presenza (a) e in assenza (b) di riunione del Consiglio Direttivo



Nostra elaborazione su dati Liffe; la prima linea verticale indica il momento della comunicazione del nuovo Repo, la seconda l'inizio del discorso del Presidente.

La rilevanza della altre informazioni sui prezzi del future dell'Euribor

Studi recenti ⁵ hanno dimostrato che anche molte “sorprese” macroeconomiche – definibili come la differenza tra un dato macroeconomico e l’aspettativa che gli operatori avevano su quello stesso dato (misurata per esempio da Consensus Forecast) - influenzano non solo la volatilità ma anche la media dei rendimenti dei *futures returns*.

Molto interessante e’ il fatto che i dati macroeconomici americani (come *US nonfarm payrolls, GDP, retail sales, PPI, CPI, initial jobless claims*) esercitino un’influenza maggiore su tutta la struttura dei tassi di interesse europei dei corrispondenti dati macroeconomici europei.

I *survey data* sembrano essere variabili importanti per spiegare l’evoluzione del rendimento del future sull’Euribor. Questo risultato suggerisce che le aspettative circa l’evoluzione dell’economia reale (misurate da *PMI, business climate, consumer confidence, IFO e ZEW* indici per la Germania) giocano un ruolo assai importante nella formazione dei sottostanti tassi di interesse di mercato, o almeno questo e’ quello che indica la sistematica reazione degli operatori a questi indicatori.

La reazione dei prezzi alle sorprese macroeconomiche e’ in media molto veloce, con un salto immediato al momento del rilascio del dato, e una scarsa reazione nei momenti successivi. Tuttavia, la volatilità dei rendimenti risponde in maniera molto più graduale, e l’effetto tende a dissolversi solamente nei 15 minuti successivi all’annuncio: un

comportamento tipico di un mondo di aspettative non perfettamente omogenee.

Nonostante questi legami risultino significativi, la maggior parte della variabilità dei tassi di interesse europei del mercato monetario e del *future* sull’Euribor è dovuta alla condotta della politica monetaria da parte della Banca Centrale Europea, ed in particolare a quello che dice (in conferenza stampa) e a quello che fa - o meglio, a quello che faceva (decisioni riguardanti il tasso Repo) - piuttosto che alle sorprese macroeconomiche.

Riassumendo...

Il mercato del future sull’Euribor a tre mesi è un mercato liquido e soprattutto efficiente, ben integrato sia al suo interno, sia col mercato monetario dell’euro a pronti. Esso reagisce velocemente alle informazioni che di volta in volta giungono agli operatori.

Oltre a costituire un importante strumento di copertura per il rischio di variazione dei tassi, il future sull’Euribor rappresenta una rilevante fonte di informazione – che si aggiunge alla curva dei rendimenti per scadenza – sulla tendenza futura seguita dai tassi d’interesse. Data la rapidità con cui reagisce alle nuove informazioni rilasciate dalla BCE esso costituisce anche un importante canale a disposizione della Banca Centrale per influenzare i tassi d’interesse.⁶

⁵ Andersson, Hansen, e Sebastyén (2006), Which news move the euro area bond market?, ECB WP 631 e Sebastyén (2006), What drives money market rates? Mimeo, University of Alicante

⁶ Per ulteriori informazioni sul legame fra tassi e breve, mercato dei *futures* e politica monetaria si veda anche: Rosa e Verga (2007), *The impact of central bank announcements on asset prices in real time: testing the efficiency of the Euribor futures market*, CEP Discussion Paper 764, e Rosa e Verga (2006), *On the consistency and effectiveness of central bank communication: evidence from the ECB*, “European Journal of Political Economy”, 23, 146-175.

APPENDICE A.2

L'evoluzione del mercato dei titoli di debito privati in Italia: la considerazione di alcuni aspetti

Successivamente all'introduzione dell'euro il mercato dei titoli di debito privati italiani (con esclusione quindi delle emissioni direttamente riconducibili al Tesoro) mostra alcuni radicali cambiamenti, sia da un punto di vista qualitativo che da un punto di vista quantitativo. Aumenta fortemente la quota dei titoli privati sul totale delle consistenze dei titoli di debito; al tempo stesso si accresce il peso delle emissioni private realizzate sui mercati internazionali; aumenta la componente di titoli privati detenuti dal settore *retail* che, contemporaneamente, riduce la quota detenuta di titoli di Stato; cambia e sta ancora cambiando il quadro normativo di riferimento sia in relazione al venir meno dell'esenzione dall'obbligo di prospetto per le emissioni bancarie sia, e ancor più significativamente, in relazione ai prossimi ulteriori profondi cambiamenti originati dalla entrata in vigore (il 1° novembre 2007) della nuova disciplina sui servizi di investimento (direttiva 2004/39/CE, c.d. MiFID); *last but not least* è prevedibilmente vicina una modifica del regime della fiscalità finanziaria.

Il mercato regolamentato: un problema di rappresentatività

Il mercato Mot a fine maggio 2007 vedeva quotati 295 prestiti per complessivi 62,2 miliardi di euro. L'importo è di poco inferiore all'analogo dato riferito al 31 dicembre 2005, con un numero dei prestiti inferiore di 10 unità. Al 31 dicembre 2001 lo stock quotato ammontava a 71,4 miliardi di euro e i prestiti quotati erano 416.

Se l'aggregato considerato viene circoscritto ai titoli italiani¹, i valori mostrano una leggera crescita rispetto a fine 2005: da 50,2 miliardi di euro si passa a 52,4 miliardi di euro con un incremento del 4,4%². Per poter apprezzare la reale evoluzione nel tempo del grado di rappresentatività del mercato regolamentato italiano rispetto al complesso delle emissioni censite, è però necessario calcolare il rapporto tra titoli italiani quotati e prestiti esistenti³. Calcolando il predetto rapporto, è possibile notare che attualmente risulta negoziabile - su un mercato regolamentato - il 6,2% del totale dei prestiti privati e l'8,6% del totale delle emissioni bancarie (le stesse percentuali erano rispettivamente l'11,4% e il 14% a fine 2001), i valori attuali risultano quindi tra i più bassi tra quelli osservati nell'ultimo trentennio.

Ciò determina il cosiddetto grado di opacità del mercato che discende dalle note caratteristiche dell'operatività dei sistemi di scambi organizzati (SSO) e va valutato alla luce dell'importanza dei titoli di debito privati nei portafogli degli investitori *retail*. Gli SSO sono gestiti quasi esclusivamente da banche e rappresentano il maggior - a volte l'esclusivo - canale di distribuzione per la raccolta via titoli di debito delle stesse; per i titoli per i quali non è stata chiesta la quotazione, l'unica via di negoziazione, successivamente all'originaria sottoscrizione, è rappresentata dal SSO gestito dall'emittente medesimo, il quale definisce

¹ Intendendo convenzionalmente come tali anche le emissioni degli Enti Internazionali (Bei, Birs, Consiglio d'Europa, ecc.), e i prestiti delle banche estere riconducibili a gruppi italiani.

² Rispetto a fine 2001 quando erano quotati titoli italiani per 49,4 mld. di euro la crescita è del 6,1%

³ In particolare, il riferimento va ai dati pubblicati dalla Banca d'Italia, Supplemento al Bollettino Statistico, Mercati finanziari e, per il riferimento temporale che qui interessa, al n. 34 del giugno 2007 del medesimo Supplemento.

quotidianamente i prezzi di acquisto/vendita dei propri titoli con la conseguenza che il cliente *retail* può negoziare i titoli originariamente sottoscritti solo presso SSO organizzato dallo stesso emittente. Le statistiche di Banca d'Italia⁴ mostrano che i privati detenevano, a fine dicembre 2006, 480,4 miliardi di euro di valore nominale di obbligazioni private su un totale in circolazione di 821,4 miliardi di euro⁵, pari al 58,4%. Più in particolare, con riguardo alle obbligazioni bancarie, la quota detenuta dai privati era pari al 71,5% (434,5 miliardi di euro su 544,7). Alla stessa data, i titoli di Stato nel portafoglio dei privati residenti ammontavano a 170,1 miliardi di euro, pari al 13,7% del totale, con la sostanziale differenza, ai fini della trasparenza dei mercati e delle negoziazioni, che tutti i titoli di Stato sono quotati nei mercati regolamentati (in Borsa Italiana così come in TLX).

La recente adozione dell'obbligo di prospettazione anche per le banche non pare la soluzione più adatta a garantire la trasparenza. La soluzione migliore per l'investitore *retail* non può essere che la negoziazione dei titoli in contesti che garantiscano la trasparenza del *pre* e *post trading*: in altri termini, la quotazione/negoziazione in condizioni di visibilità degli ordini e delle negoziazioni realizzate, così come accade ordinariamente per i titoli azionari. A questo tema gli emittenti si sono mostrati scarsamente sensibili, come mostrano i dati sopra riportati relativi alle consistenze di titoli quotati sul Mot dove è presente, come detto, meno del 10% dei titoli censiti.

Da ciò si deve partire per valutare lo scenario prossimo venturo nel quale, al già ridotto *appeal* dei mercati regolamentati si accompagnerà il moltiplicarsi (formalmente sancito dal riconoscimento contenuto nella direttiva MiFID), dei possibili luoghi di negoziazione, con la prevedibile conseguenza oltre che di un'ulteriore impoverimento della funzione dei mercati regolamentati, di una prevedibile accentuazione del grado di intrasparenza delle negoziazioni su strumenti diversi dalle azioni, ovvero di un'estensione del ricorso agli SSO cosiddetti bilaterali; ciò che corrisponde – nella terminologia della nuova direttiva – alla figura degli internalizzatori sistematici, in contrapposizione ai cosiddetti internalizzatori multilaterali, corrispondenti alla figura dei sistemi multilaterali di negoziazione.

Alcune novità tecniche

Il mercato dei titoli di debito ha evidenziato alcune novità. Di seguito se ne commenteranno brevemente due: una di carattere istituzionale, l'altra riguardante una particolare tipologia di operazione recentemente realizzata da un intermediario straniero sul mercato italiano.

Il Tesoro ha introdotto una novità con riguardo al meccanismo operativo delle aste dei titoli pubblici. In particolare ha fatto ricorso alla possibilità che il prezzo di assegnazione dei titoli proposti in asta sia fissato come media ponderata di prezzi graditi all'emittente. Tale tecnica è stata in particolare adottata con riguardo ai BTP indicizzati all'inflazione europea. In particolare, i decreti di emissione delle *tranche* successive alla prima (ordinariamente collocata per il tramite di consorzi o sindacati), prevedono che il meccanismo di collocamento utilizzato sia quello dell'asta marginale con determinazione *discrezionale del prezzo di aggiudicazione* e

⁴ Cfr ancora, Banca d'Italia, Supplemento al Bollettino Statistico, Mercati finanziari, n. 34, 2007.

⁵ Incidentalmente si tratta di un importo analogo alla capitalizzazione di borsa delle azioni italiane.

della quantità emessa. L'ammontare collocato, sino all'importo massimo previsto sarà determinato escludendo dall'assegnazione le offerte presentate *a prezzi ritenuti non convenienti sulla base delle condizioni correnti di mercato.*

Ciò può apparire a prima vista in contraddizione con la politica di massima trasparenza nella formazione dei prezzi d'asta perseguita dal Tesoro; in realtà, la nuova previsione, non deve intendersi come arbitrarietà nella formazione dei prezzi bensì come espressione della necessità di evitare assegnazioni a prezzi fuorvianti con riferimento a titoli per i quali non è agevole l'individuazione di prezzi/tassi corretti se non facendo ricorso alle evidenze espresse nei mercati nei quali sono negoziati titoli similari (italiani o di altri paesi dell'U.E.) o *tranche* di titoli del medesimo prestito collocati in epoche precedenti.

Da ultimo, su un altro versante, si richiama l'attenzione su un'operazione, insolita per i nostri mercati obbligazionari⁶, rappresentata da un'Offerta Pubblica di Acquisto (Opa) volontaria. L'operazione, lanciata da Morgan Stanley, si è svolta ai sensi del Testo Unico della Finanza, a valere su 250 prestiti obbligazionari strutturati, originariamente collocati sul mercato italiano (non necessariamente quotati sul medesimo), da 25 emittenti diversi, non solo italiani, per complessivi 41 miliardi di euro.

L'operazione si proponeva di dare la possibilità ai portatori dei titoli, prevalentemente investitori retail che hanno in passato acquistato le obbligazioni da banche, di liquidare anzitempo l'investimento offrendo loro una via di uscita

rispetto ad un mercato nel quale i differenziali tra prezzi in acquisto e in vendita sono ordinariamente più ampi di quelli correnti su titoli obbligazionari non strutturati a motivo della scarsa liquidità che contraddistingue emissioni altamente frammentate, con caratteristiche tecniche scarsamente standardizzate, e di importo unitario relativamente ridotto e tale di per sé di minare la liquidità dei titoli quali quelle oggetto dell'offerta.

Nel complesso l'operazione ha avuto esito deludente per l'offerente: ha visto infatti gli investitori aderire per 3,3 milioni di euro di valore nominale, ripartiti su 63 prestiti, a fronte dei 41 miliardi di euro previsti dal soggetto offerente.

⁶ In passato, nel 1992, un'operazione in parte simile venne lanciata da Lehman Brothers, seppure per cifre più contenute, ma riscosse scarso interesse: venne accolta soltanto per il 4,1% dell'ammontare previsto.

4. IL PROCESSO DI COSTRUZIONE DEL COUNTRY-RATING: UNA BREVE RASSEGNA *

Introduzione

Recentemente Moody's, una delle tre principali case di *rating*, ha diffuso il suo rapporto sull'Italia confermando il *rating* (Aa2) assegnato in precedenza. Poco meno di un anno fa le altre due principali agenzie, Fitch e Standard & Poor's (d'ora in avanti S&P's), avevano invece abbassato il loro giudizio riguardo la solvibilità del nostro paese (rispettivamente da AA a AA- e da AA- a A+). L'eco in queste circostanze è stata come al solito molto ampia, a conferma della sempre maggior rilevanza attribuita dai mercati ai giudizi espressi dalle principali *rating agencies*.

Lo scopo di questa breve nota è fornire gli elementi utili per comprendere le procedure seguite da tali agenzie nella costruzione dei loro giudizi, al fine di identificare con chiarezza il tipo di rischio che viene valutato – distinguendo tra *country risk* e *sovereign risk*, che sono talvolta impropriamente utilizzati come sinonimi - e l'ampiezza della scala relativa su cui i *rating* stessi sono calibrati. Una corretta lettura dei *rating* richiede infatti la comprensione della loro natura, del rischio che intendono misurare e della scala relativa utilizzata per darne una rappresentazione il più possibile oggettiva e comparabile nel tempo.

1. Il *country risk* e suoi componenti

Il rischio paese (*country risk*) è il frutto della valutazione del rischio aggregato più ampio legato alla realizzazione di operazioni e transazioni *cross-border*: come tale misura la

rischiosità aggiuntiva - rispetto a quella che caratterizza l'operatività domestica - derivante dalle differenze economiche, valutarie, socio-politiche, legali e anche geografiche connesse ai soggetti che risiedono in una giurisdizione diversa da quella domestica. L'analisi del *country risk* mira ad identificare e valutare i potenziali rischi che potrebbero ridurre il rendimento atteso di operazioni internazionali (Meldrum, 2000).

Anche se la vastità e complessità delle relazioni in gioco rende difficile trattare organicamente il rischio paese, alcune definizioni generiche possono essere d'aiuto. Bouchet, Clark e Gros Lambert (2003) riconducono il *country risk* a tre principali ambiti: il rischio di disastri naturali e eventi geo-climatici; il rischio socio-politico e il rischio economico in senso stretto (*country-specific economic risk*). Quest'ultimo può essere a sua volta ricondotto ad ulteriori elementi che – secondo la tassonomia proposta da Meldrum (2000) – sono identificabili in rischio economico; rischio di trasferimento; rischio di cambio; rischio di posizione geografica e vicinanza nonché rischio sovrano (*sovereign risk*). Pare superfluo approfondire in questa sede a natura del rischio da eventi geo-climatici; vale invece la pena definire in modo più preciso le altre classi di rischio che un investitore estero deve affrontare.

Il rischio di tipo socio-politico riguarda tutte le possibili azioni o fattori di rischio provenienti da gruppi sociali, dall'autorità politica/istituzionale o dall'attività di governo. In particolare, il rischio sociale deriva da possibili movimenti o sommosse popolari, quello politico riguarda la stabilità delle istituzioni democratiche e la loro capacità di rappresentanza della volontà popolare, mentre il rischio legato all'operatività e alla natura del governo discende dal possibile

* A cura di Marco Zaninelli.

impatto della politica economica sull'economia domestica.

I rischi di natura economica riguardano le probabili alterazioni della sfera macro e microeconomica in grado di influenzare i rendimenti attesi dell'attività di investimento internazionale. Oltre agli squilibri strutturali e a quelli legati a shock esogeni - quali le possibili variazioni delle condizioni globali (tassi di interesse USA e dell'Euro-zona, variazioni del prezzo del petrolio e di alcune materie prime) - anche i cambiamenti negli obiettivi e nella conduzione della politica economica hanno grande rilevanza per la dimensione del rischio economico.

Il rischio di trasferimento e quello di cambio nascono dalla dinamica valutaria. Il primo riguarda la possibilità che un governo estero fissi dei limiti alla mobilità dei capitali (mediante l'imposizione di controlli sia sugli afflussi che sui deflussi di capitale), mentre il secondo deriva dalla possibilità di ampie oscillazioni registrate dal tasso di cambio o da cambiamenti nel regime valutario (da fisso a flessibile e viceversa).

Il rischio da posizione geografica e vicinanza - o rischio di contagio, per usare un'espressione gergale divenuta di moda in occasione degli ultimi episodi di crisi internazionale - rappresenta invece la possibilità che disturbi nazionali o regionali si diffondano oltre i confini della singola giurisdizione nazionale per via di legami commerciali e/o finanziari (dovuti all'esistenza di interdipendenze tra i paesi generate da importazioni ed esportazioni di beni, servizi e attività finanziarie) o di modificazioni nelle aspettative degli operatori¹.

Infine, il rischio sovrano misura la probabilità che il governo di uno stato-nazione sia incapace o indisponibile a rimborsare in tutto o in parte e nei tempi previsti i propri debiti e obbligazioni finanziarie, generando in tal caso una situazione di *sovereign default*².

Il *sovereign risk* si sovrappone in alcuni punti al *transfer* e al *political risk*, in quanto i limiti ai movimenti di capitali possono impedire il rimpatrio del servizio del debito (e quindi indurre una qualche forma di *default*), mentre il *default*, anche nel caso sia voluto e deciso a livello politico, potrebbe portare al blocco dei movimenti di capitali e a tensioni socio politiche nel paese. Ma soprattutto dovrebbe essere chiaro - anche se spesso molti operatori dell'informazione specializzata tendono a generare confusione su questo aspetto - che la valutazione del *sovereign risk* e del *country risk* fa riferimento a due tipologie di rischio diverse. Infatti il *sovereign risk* misura il rischio di esposizione al *default* associato ad elementi sotto il controllo del governo, e al di fuori del controllo di individui o imprese private. E' influenzato anche dal rischio politico inteso come la disponibilità del sovrano a ripagare il debito contratto. Il *country risk* è invece il rischio di esposizione al *default* associato a tutti gli *asset* finanziari (e non solo quelli emessi dal governo) di uno stato nazione. Ne discende che, in linea di principio, il *sovereign risk* potrebbe talvolta trasferire delle informazioni assai limitate rispetto allo specifico *default risk* riguardante altri emittenti, diversi dal sovrano. In realtà, il *rating* sovrano fornisce spesso il *benchmark* per la determinazione del *rating* assegnato ad altri emittenti operanti all'interno

¹ Per precisione va ricordato che nella letteratura sulle crisi internazionali la definizione di contagio indica la trasmissione di episodi di crisi unicamente attraverso il canale delle aspettative.

² La definizione di *sovereign default* può variare a seconda dell'agenzia di *rating*; per maggiori dettagli si rinvia a S&P's (2004), Moody's (2006a) e Fitch (2005, 2006a).

della giurisdizione in cui opera lo Stato sovrano. Quindi, sebbene diversi, il *sovereign risk* e il *country risk* risultano fortemente correlati in quanto un *default* sul debito sovrano esercita anche un impatto sul grado di affidabilità del debito estero privato.

2. Le principali agenzie di *rating*

In linea di principio, le molteplici società che forniscono *rating* o *ranking* della rischiosità internazionale possono essere distinte sulla base dell'oggetto dell'eventuale operazione su estero su cui insiste il rischio misurato; se da un lato le più famose case - quali Fitch, Moody's e S&P - si preoccupano di classificare il rischio connesso con attività finanziarie emesse da privati e/o governi, altre agenzie forniscono agli investitori internazionali un ordinamento del rischio relativo a uno spettro più ampio di operazioni oltre confine.³ Tra i *country rating* più generici si possono annoverare quelli pubblicati da riviste di settore⁴ e dalle cosiddette *Export Credit Agencies*, società (spesso di diritto pubblico) specializzate nel fornire copertura assicurativa a fronte di operazioni di commercio internazionale. Per fare qualche esempio, mentre *Euromoney* e *Institutional Investors* pubblicano *ranking* di rischio prodotti sulla base di indagini realizzate presso tutti i principali *country risk*

manager di banche e istituzioni finanziarie, l'*Economist Intelligence Unit (EIU)* produce internamente un vero e proprio *country rating* che proviene dall'aggregazione del giudizio riguardante il rischio sovrano, valutario, bancario, politico e del sistema economico in generale⁵. In modo per certi versi analogo, le *Export Credit Agencies* - nate con lo scopo di sostenere il commercio estero, attraverso la fornitura di un servizio di assicurazione e di finanziamento delle operazioni di *export* in paesi considerati a rischio - devono coprire uno spettro di rischio piuttosto ampio e praticamente coincidente con il *country risk*.⁶

3. Il *sovereign rating*

Mentre il *rating* delle *export credit agencies*, come quello "*in house*" di banche e investitori istituzionali, misura il rischio potenziale su un arco temporale di un anno o più (in virtù della durata delle operazioni per cui si calcola), il *sovereign rating* deve giocoforza adattarsi alle caratteristiche tecniche delle possibili emissioni di debito sovrano. In generale, pertanto, il *rating* sovrano si differenzia tra breve e lungo termine; tra *rating* sul debito emesso in valuta locale e in valuta estera e misura la qualità dell'emittente

³ Una differenza riguarda anche la diffusione dei *rating*; mentre Fitch, Moody's e S&P's distribuiscono liberamente i loro *rating* sovrani, gli altri enti e società di settore li rendono disponibili solo ai propri clienti. Un esempio è l'EIU che distribuisce i propri *rating* accompagnato da un commento approfondito e basato anche su stime future solo ai sottoscrittori del proprio servizio.

⁴ Tra le pubblicazioni di settore si possono elencare Business Environment Risk Intelligence (BERI), Nord Sud Export (NSE), Political Risk Services (PRS), International Country Risk Guide (ICRG) e le forse più note, *Euromoney*, *Institutional Investors* e *The Economist Intelligence Unit (EIU)*.

⁵ Come nel caso delle più note *rating agencies*, il rischio politico dell'EIU viene valutato da analisti che soggiornano a lungo all'interno dei vari paesi per avere un quadro aggiornato e preciso delle vicende in atto.

⁶ Anche in questo caso - prendendo spunto dal Bouchet, Clark e Gros Lambert (2003) - possiamo citare qualche nome, come EDC (Canada), Coface (Francia), Hermes (Germania), Sace (Italia), ECGD (UK) e Exim Bank (USA). Recentemente la Sace ha rilasciato alcuni documenti con la mappa dei paesi a rischio e la metodologia seguita nella loro valutazione. Si veda a tale proposito http://www.sace.it/ita/news/detail.aspx?TRS_ID=1679000&ID=3668

riferendosi ad un'ipotetica emissione *senior unsecured*.⁷

TAB. 4.1: Issuer Default Rating delle principali agenzie

Fitch S&P	Moody's	Caratteristiche
Investment grade		
AAA	Aaa	Migliore qualità
AA+	Aa1	High rated bonds
AA	Aa2	Ampi margini di protezione di principale e interessi.
AA-	Aa3	
A+	A1	Grado medio-elevato. Buoni fattori di sicurezza per principale e interessi.
A	A2	
A-	A3	
BBB+	Baa1	Grado medio. Margini di protezione adeguati nel presente; alcuni elementi di incertezza futura.
BBB	Baa2	
BBB-	Baa3	
Speculative grade		
BB+	Ba1	Bond con elementi speculativi. Il loro futuro non può essere considerato assicurato.
BB	Ba2	
BB-	Ba3	
B+	B1	Limitata sicurezza dei pagamenti di principale e interessi.
B	B2	
B-	B3	
CCC+	Caa1	Possibilità di default
CCC	Caa2	
CCC-	Caa3	
CC	Ca	Elevato rischio di default
C	C	Default o default selettivo (SD)
D/SD	D/SD	

Fonte: Moody's, S&P, Fitch

Fitch (2005) e S&P's (2006b) esplicitano chiaramente questa logica nella definizione dei cosiddetti *Issuer Default Rating (IDR)* (vedasi

⁷ Per *senior unsecured* si intende il titolo generico avente una priorità di rimborso in caso di *default* che è dovuta alla tempistica della sua emissione, ma che non possiede alcuna garanzia accessoria.

TAB 4.1), che costituiscono delle misure generiche riguardanti l'affidabilità dell'emittente sovrano, prescindendo quindi dalle caratteristiche del singolo titolo⁸.

Nel caso particolare di Fitch a questi *IDR* vengono associati i rispettivi *Recovery Rating*, che costituiscono una valutazione della quota parte del principale investito che potrebbe essere recuperato in caso di *default*.⁹

Partendo da questo schema di base le tre maggiori agenzie spesso differenziano i *rating* aumentando il set informativo a disposizione degli investitori e dei loro clienti. Fitch e Moody's forniscono anche i cosiddetti *Country Ceiling Ratings*, che misurano la migliore capacità di credito assegnabile ad un emittente sottoposto alla giurisdizione di un determinato stato sovrano. Moody's distingue tra *Country Ceiling* in valuta locale e valuta estera, dove il primo misura il miglior rating di emittente in un determinato paese nella valuta domestica, mentre il secondo indica la probabilità che il sovrano imponga restrizioni ai movimenti di capitali che limitino il trasferimento ai creditori stranieri (ciò che abbiamo prima definito *transfer risk*). Infine, va ricordato come tutte e tre le agenzie utilizzano lo scenario congiunturale (*outlook*) di breve termine (declinandolo ognuna a suo modo) per segnalare una possibile *rating action* in senso positivo o negativo nel breve/medio termine. Generalmente, tale *rating action* si sostanzia

⁸ Nei vari articoli divulgativi citati in queste pagine Fitch, Moody's e S&P's richiamano più volte il fatto che le singole emissioni possano ricevere *rating* differenti dal generico *senior unsecured* a seconda delle caratteristiche tecniche e garanzie associate ai singoli titoli. La stessa attenzione è posta in tutti e tre i casi nel chiarire anche i legami tra *rating sovrani* e *rating corporate*.

⁹ Si veda Fitch (2005) per la relazione tra i due tipi di rating e l'integrazione del *Recovery Rating*.

nella modificazione di un *rating notch*, equivalente al passaggio ad un livello superiore (*upgrading*) o inferiore (*downgrading*) nella scala degli IDR riportata nella TAB.XX.

4. Modelli e metodologie

Una caratteristica desiderabile del *rating* è la stabilità, soprattutto alla luce dell’impatto sul costo del finanziamento. Per questa ragione le case di *rating* non variano il loro giudizio all’insorgere di ogni nuova informazione, ma usano l’*outlook* per indicare quale potrebbe essere la direzione della rischiosità, in attesa che nuove informazioni confermino o meno questa ipotesi.¹⁰ In generale, nelle tre agenzie considerate la revisione del *rating* e i suoi eventuali cambiamenti non avvengono su base regolare, ma solo quando le strutture preposte decidono che sia il caso. Al contrario l’EIU o pubblicazioni come Euromoney rilasciano i propri *rating* (e quindi i loro cambiamenti o i loro giudizi invariati) con cadenza regolare.

Come tutte le misurazioni di rischio finora individuate, anche quella di rischio sovrano può essere vista *point in time* o *through the cycle*. Il primo approccio misura il rischio sulla base della situazione dell’emittente in un dato momento, mentre il secondo cerca di valutare la rischiosità in un’ottica di transizione e tenendo conto delle possibili e probabili evoluzioni della situazione attuale. S&P’s (2004) e Fitch (2005) dichiarano in modo esplicito che il loro *sovereign rating* ha un’ottica *forward looking*, per cui il merito di credito di un sovrano viene valutato considerando l’interazione tra

situazione attuale e probabili evoluzioni secondo le previsioni degli analisti¹¹.

Nel *country* e *sovereign risk* le complesse interrelazioni di un sistema economico rendono la valutazione del rischio molto complessa e articolata; questo significa che in generale tutti i rischi elencati in precedenza, e le variabili atte a misurarli, entreranno nei modelli di elaborazione del *rating*, sebbene con pesi differenti a seconda del rischio in osservazione. Il fatto di avere a che fare con paesi (che hanno storia e connotazione internazionale proprie), nonché dati economico statistici a bassa frequenza (spesso carenti o poco affidabili) fa sì che la procedura di definizione del *rating* si componga non solo di una parte quantitativa ma anche di una qualitativa, in cui tramite l’esperienza degli analisti viene considerato l’apporto di fattori non oggettivamente misurabili, tra i quali spicca il rischio politico. Le società di *rating* riconoscono la necessità e il ruolo chiave anche di questa componente *judgemental*¹². Nel caso specifico del rischio sovrano, il ruolo centrale della “volontà” di ripagare il debito, al di là della capacità, rende tale fattore qualitativo molto importante nella definizione del merito di credito. Queste due parti vengono solitamente elaborate in momenti e da persone differenti.

Considerando come esempio il processo seguito da Fitch (2006a), il tutto inizia con la raccolta di dati e l’analisi quantitativa che porta ad una proposta di *rating*. La raccolta di dati avviene regolarmente e utilizzando tutte le fonti possibili - sebbene vada ricordato che, sia per i sovrani che per i *corporate*, il maggior numero di

¹⁰ Per maggiori informazioni sulla stabilità del *rating* e la capacità previsiva dell’*outlook* si vedano Fitch (2007) e Moody’s (2003).

¹¹ L’EIU nei suoi report insieme ai dati macroeconomici storici riporta anche le previsioni sulla base delle quali sono stati elaborati i differenti *rating* forniti da tale agenzia.

¹² Per maggiori informazioni si vedano Moody’s (2006) e S&P’s (2004).

informazioni viene fornito dal soggetto stesso che deve essere valutato¹³. Il passo seguente riguarda i *Comitati rating* che si compongono di almeno 4 analisti, tra i più senior ed esperti, che devono valutare le proposte di *rating* accompagnate dal set informativo fornito dagli analisti di base. Questa è ovviamente la fase dove la componente *judgemental* entra a pieno titolo¹⁴.

Nella parte quantitativa si possono utilizzare differenti approcci e modelli per la determinazione della probabilità di *default*. Modelli di *scoring* o modelli econometrici di stima della probabilità di *default* sono tra i più diffusi. Nei primi ogni variabile riceve punteggio sulla base della sua prossimità o lontananza ad una soglia ritenuta critica per il rischio di cui ci si sta occupando. S&P's (2004), per esempio, dichiara pubblicamente di utilizzare questo metodo. I modelli econometrici (*probit e logit*), stimano invece direttamente la probabilità di *default* anche se soffrono di alcuni problemi legati alla carenza di numerosità degli episodi di *rating* e alla brevità delle serie storiche disponibili. I modelli di *scoring* presentano maggior flessibilità e solitamente la fissazione delle soglie critiche e dei punteggi avviene calibrando il modello in cicli continui di verifiche ex-post (*backtesting*)¹⁵. Nei modelli di

scoring inoltre è possibile far rientrare anche un intervento soggettivo, attraverso l'assegnazione di punteggi sulla validità del dato o della credibilità dell'istituzione che lo rilascia.

Per quanto riguarda le variabili utilizzate nei modelli, S&P's (2004) mostra un elenco di 10 categorie di variabili macro utilizzate nel loro modello di rating, quali:

- rischio politico
- struttura economica e reddituale
- prospettive di crescita
- flessibilità fiscale
- peso del debito del governo centrale
- passività verso l'estero e passività contingenti
- flessibilità monetaria
- liquidità verso l'estero
- peso del debito pubblico estero
- peso del debito privato estero.

Cercando di misurare il rischio di eventi rari e complessi come i *default*, il *rating* si basa anche su un processo di continuo apprendimento. Per esempio, dopo la crisi asiatica è aumentato molto – rispetto ad un recente passato – il peso assegnato al rischio valutario e di crisi di liquidità. L'incapacità previsiva mostrata durante la crisi del Far East ha spinto le case di *rating* ad aggiornare e ampliare il set informativo alla base dei loro giudizi¹⁶. Infine, va ricordato come, nel caso dei *County Ceiling* richiamati in precedenza, Fitch (2006a) dichiara di utilizzare un modello che valuta il rapporto

¹³ Nel caso dei sovrani emergenti molti dati possono essere reperiti nelle statistiche dell'IMF, World Bank, IIF e BIS. Questi organismi spesso possono garantire dell'uniformità e coerenza del dato sulla base delle regole di diffusione statistica imposte ai sovrani. Tuttavia la specializzazione per paese degli analisti permette di operare direttamente sui dati reperiti presso le fonti statistiche nazionali e di sopperire alla carenza di dati con le informazioni raccolte direttamente sul campo.

¹⁴ Per maggiori informazioni e dettagli si veda Fitch (2006a).

¹⁵ Recentemente sono stati proposti modelli che utilizzano le reti neurali o i *binary choice tree*, come proposto da Manasse e Rubini (2006) per quanto

riguarda un approccio più da *early warning indicator*, che, a differenza del *rating*, non deve dare un indicazione di rischio relativo, ma deve solamente mandare un segnale di possibile pericolo di crisi.

¹⁶ Per quanto riguarda la ricerca sui determinanti del rating, sulla capacità previsiva e sul pro-ciclico del *rating* sovrano si vedano Cantor e Packer (1996), Ferri, Liu e Stiglitz (1999), Kamin e von Kleist (1999), Kaminsky e Schumkler (2002), Larrain, Reisen e von Maltzan e Mulder e Perelli (2001)

costi-benefici dovuti alla imposizione di controlli valutari e sui movimenti di capitale (*exchange and capital controls*) tenendo sotto controllo l'andamento di grandezze quali:

- sistema giuridico e di governance
- l'appartenenza o meno a istituzioni internazionali
- il grado di commercio internazionale
- il grado di integrazione finanziaria
- il rischio di inflazione
- e il rischio di cambio, specialmente in rapporto al grado di indebitamento estero.

5. Il *rating* dell'Italia

E' evidente che molte delle considerazioni appena svolte sono di estrema utilità per la valutazione del *country* e *sovereign risk* di un'economia emergente, ma non di un'economia industrializzata e matura come quella italiana. Tuttavia, il precedente chiarimento sulla metodologia seguita per la costruzione dei *rating*, ha la sua utilità per comprendere meglio anche i motivi che stanno alla base del *rating* recentemente assegnato al nostro Paese. In particolare diventa possibile capire quali siano le aree di debolezza che tengono il *rating* italiano "intrappolato" verso il basso, almeno relativamente al giudizio espresso nei confronti di altre economie avanzate.

Nel caso italiano, il peso del debito pubblico (o meglio dell'intero settore pubblico all'interno dell'economia) è certamente il primo responsabile del *rating* relativamente basso. Il debito pubblico in quota di PIL ha raggiunto infatti il 106,8% nel 2006 - il quinto più elevato livello nel mondo, il secondo tra i paesi industrializzati (dopo quello del Giappone che supera il 170%) - seppur in discesa rispetto al 124% di metà anni '90. Sul *downgrade* del 2006

hanno certamente pesato anche il superamento delle soglie fissate dal Trattato di Maastricht per il deficit pubblico su PIL (3,5%), nonché la (presunta) minor capacità di controllo da parte delle autorità di politica economica. Fitch (2006b) nel rapporto dall'eloquente titolo "*Italy: Behind the downgrade*", cita anche il declino della competitività e l'incapacità di riduzione strutturale della spesa pubblica (dovuta alla storica debolezza dei vari governi), quali elementi a suo avviso destinati ad incidere negativamente sulla dinamica del debito pubblico e quindi sull'affidabilità dell'emittente sovrano. Dall'altra parte Moody's (2006c) pur riconoscendo i problemi derivanti dall'elevato debito, la problematicità dei conti pubblici degli ultimi anni e soprattutto le insufficienti riforme sul fronte della spesa pubblica, non vede un peggioramento della situazione tale da portare ad un abbassamento del *rating*.

Nel complesso, l'Italia costituisce un valido esempio di come il rischio politico - inteso come rischio legato all'attività di governo - incida pesantemente sul *rating* anche di un'economia avanzata e matura; la storica debolezza politica dei governi e la loro incapacità di mettere in atto le necessarie riforme sono considerate ancora oggi tra i principali fattori che giustificano un *sovereign rating* inferiore di diversi *notche* al giudizio attribuito agli emittenti sovrani di migliore qualità. In particolare, ciò che viene imputato al nostro Paese è la mancanza di un grado adeguato di flessibilità fiscale che permetta una gestione delle finanze adattabile alla fase ciclica¹⁷. Nonostante ciò, sia Fitch (2006a) che Moody's (2006c) assegnano il massimo *rating* al debito in valuta estera del nostro Paese, per via dell'appartenenza all'Unione Monetaria Europea - che garantisce

¹⁷ Sulla relazione tra flessibilità fiscale e capacità di credito sovrano si veda S&P's (2006a).

la quasi totale assenza di rischio di trasferimento e di cambio. L'adesione all'Unione Monetaria Europea ha infatti assicurato all'Italia la stabilità monetaria e gli incentivi necessari alla riduzione del debito. E' lecito quindi chiedersi cosa accadrebbe al *Country Ceiling* del nostro Paese in caso di abbandono dell'Unione Monetaria stessa. Una risposta è già stata elaborata da S&P's (2006a) che ha svolto un esercizio di simulazione riguardante l'effetto di un eventuale abbandono dell'euro da parte dell'Italia e degli altri paesi con elevato debito e deficit primari in quota di PIL superiori al 3,5% (quali Belgio, Spagna, Portogallo e Grecia). Per l'Italia l'effetto sarebbe un *downgrade* di oltre due *notch*, dovuto all'immediata svalutazione della (eventualmente reintrodotta) lira, che impatterebbe sul debito (denominato ancora in euro) comportando un aggravio sul servizio particolarmente elevato. Il *downgrade* inoltre porterebbe un ulteriore aumento degli interessi richiesti sul debito anche in virtù del ritorno del rischio di trasferimento e cambio. Uno scenario che lascia chiaramente comprendere come l'adesione al progetto di moneta unica non abbia comportato solo costi (effettivi o percepiti), ma anche degli immediati benefici reali.

Bibliografia

- Buochet M H, Clark E, Gros Lambert B (2003), "Country Risk Assessment – A Guide to Global Investment Strategy", Wiley Finance
- Cantor R, Packer F (1996), "Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings", FRBNY Economic Policy Review, October 1996
- Ferri G, Liu G, Stiglitz J (1999), "The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the Asian Crisis", Economic Notes 3:335-355
- Fitch (2005), "Recovery Analysis and Sovereign Ratings", Special Report, August 2005
- Fitch (2006a), "Country Ceilings", Criteria Report, August 2006
- Fitch (2006b), "Italy: Behind the Downgrade", Special Report, October 2006
- Fitch (2007), "Sovereign Rating Transition and Default Study 1995-2006", Special Report, February 2007
- Kamin S, von Kleist (1999), "The Evolution and Determinants of Emerging Market Credit Spreads in 1990's", BIS Working Papers No.68, Bank for International Settlements, May 1999
- Kaminsky G, Schumkler S (2002), "Emerging Market Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?", World Bank Economic Review, September 2002
- Larrain G, Reisen H, von Maltzan J (1997), "Emerging Market Risk and Sovereign Credit Ratings", OECD Technical Papers No.124, April 1997
- Meldrum DH(2000), "Country Risk and Foreign Direct Investment", Business Economics, January 2000, 35(1), 33-40
- Moody's (2003), "Sovereign Bond Defaults, Rating Transitions and Recoveries (1985 – 2002)", Special Comment, February 2003
- Moody's (2006a), "A Guide to Moody's Sovereign Rating", Special Comment, August 2006
- Moody's (2006b), "Moody's Affirms Italy's Government Bond Rating at Aa2", Global Credit Research, Announcement, October 2006
- Moody's (2006c), "Moody's Raises Foreign-Currency Country Ceilings Reflecting Revised Methodology", Global Credit Research, Rating Action, May 2006
- Moody's (2007), "Italy", Analysis, May 2007
- Mulder C, Perelli R (2001), "Foreign Currency Credit Ratings for Emerging Markets Economies", IMF Working Paper, November 2001



Standard & Poor's (2004), "Sovereign Credit Ratings: A Primer", Ratings Direct, March 2004

Standard & Poor's (2006a), "Sovereign Ratings in Europe", June 2006

Standard & Poor's (2006b), "Standard & Poor's Ratings Definitions", Ratings Direct, December 2006