



**Università Cattolica del S. Cuore**

**LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA**

**OSSERVATORIO MONETARIO**

**n. 2/2011**

Autori del presente rapporto sono: Giacomo Vaciago (Introduzione), Tiziana Assenza e Domenico Delli Gatti (cap. 1), Giovanni Verga (cap. 2), Matteo Modena (cap. 3), Alberto Banfi, Giuliana Borello e Francesca Pampurini (cap. 4), Maria Flavia Ambrosanio e Paolo Balduzzi (cap. 5).

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

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 24 giugno 2011.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

Via Necchi, 5 - 20123 Milano - tel. 02-7234.2487; [lab.monetario@unicatt.it](mailto:lab.monetario@unicatt.it); [www.assbb.it](http://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

<b>SINTESI</b>	pag. I
<b>INTRODUZIONE – UNA CRISI NON FINITA</b>	pag. 1
<b>1 – IL QUADRO MACROECONOMICO</b>	pag. 3
1. Lo scenario internazionale	3
2. Stati Uniti	5
3. Giappone	6
4. Regno Unito	7
5. Area Euro	8
<b>2 – LA POLITICA MONETARIA NELLA ZONA-EURO E NEGLI USA</b>	12
1. La Banca Centrale Europea: tasso ufficiale, comunicazioni e tassi di mercato	12
2. La politica della liquidità della BCE	13
3. Gli aggregati monetari e i tassi bancari nella zona-Euro e in Italia	15
4. Le prospettive sui tassi d’interesse nella zona-Euro	18
5. L’attuale politica della Fed	19
6. La gestione della liquidità da parte della banca centrale americana	21
7. Il futuro riassorbimento della liquidità bancaria americana	21
<b>3 – IL QUANTITATIVE EASING 1 E 2: UNA VALUTAZIONE D’INSIEME</b>	23
1. La politica monetaria durante la Grande Recessione	23
2. Politica monetaria e <i>quantitative easing</i> : novità o <i>deja vu</i> ?	26
3. Politica monetaria e <i>quantitative easing</i> : una stima degli effetti	27
4. Politica monetaria e curva dei rendimenti	31
5. Effetti reali	36
6. Andamento del tasso di cambio durante QE2	38
<b>4 – UNA STIMA DEL LIVELLO DI EFFICIENZA DELLE SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO OPERANTI IN ITALIA</b>	44
1. La definizione del concetto di efficienza	46
2. Le variabili di <i>input</i> e di <i>output</i>	49
3. Descrizione del campione e principali risultati	51
4. Analisi dei risultati riferiti al campione ridotto	57
5. Conclusioni	57
<b>5 – FEDERALISMO FISCALE: A CHE PUNTO SIAMO?</b>	66
1. La Legge Delega 42/2009: linee guida	66
2. Il decreto attuativo per Regioni e Province	70
3. I decreti attuativi per i Comuni	74
4. Gli altri decreti approvati e quelli <i>in itinere</i>	81
5. Conclusioni: che cosa cambia?	82



## SINTESI

Il primo capitolo esamina l'andamento del quadro macroeconomico internazionale reale. La congiuntura mondiale rimane caratterizzata dalla presenza di una fase espansiva - sia nei paesi industrializzati che all'interno delle economie emergenti - che si accompagna a un buon andamento degli scambi commerciali mondiali. Tuttavia, il quadro macroeconomico internazionale è oscurato da due elementi di rischio. Il primo è legato alla ripresa dei prezzi delle materie prime e in particolare del petrolio, la cui quotazione è ormai prossima ai 120 dollari al barile. Il secondo è invece riconducibile al progressivo venir meno degli stimoli (sia di natura fiscale che monetaria) a lungo impartiti al fine di combattere la recessione indotta dalla crisi finanziaria globale. Mentre il consolidamento fiscale al momento interessa per lo più la zona euro, la (parziale) restrizione monetaria è in corso anche all'interno di alcune economie emergenti.

Il secondo capitolo è invece concentrato sull'analisi della congiuntura monetaria prevalente all'interno dell'euro zona e negli USA. Nel corso del 2011 la Banca Centrale Europea ha iniziato una politica di aumento dei tassi, tuttora in essere, volta a contrastare la ripresa dell'inflazione. Ha mantenuto però in vita le misure "non tradizionali" sulla liquidità per controbilanciare il malfunzionamento dei mercati e i problemi del debito sovrano. Anche se credito e M3 sono in ripresa nella zona-Euro, il relativo trend di crescita rimane modesto e non mette in pericolo la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Diversa è la politica della Fed, che continua a mantenere il tasso ufficiale vicino a zero e la liquidità del sistema creditizio a un

livello eccezionalmente elevato anche dopo aver terminato la fase di Quantitative Easing 2 (QE2).

Proprio a una valutazione complessiva del Quantitative Easing (QE1&QE2) è dedicato il terzo capitolo. L'analisi muove dall'osservazione dello scenario macroeconomico esistente negli Usa nel momento in cui la Fed ha dato l'avvio alla fase di accomodamento monetario. Il capitolo prosegue con la valutazione dell'efficacia delle misure di politica monetaria non convenzionali, concentrandosi dapprima sulla relazione tra QE e la struttura a termine dei tassi di interesse e analizzando successivamente l'impatto di natura reale di tale intervento monetario.

Nel capitolo quarto si propongono alcune riflessioni sul livello di efficienza delle Società di gestione del risparmio (SGR), il cui ambito operativo ha subito negli ultimi anni rilevanti modifiche.

Il rinnovato interesse per i modelli organizzativi dei soggetti deputati a erogare servizi di gestione del risparmio fa da eco, da un lato, alla necessità di individuare assetti produttivi più efficienti (in un contesto di rinvigorite istanze di tutela degli investitori in strumenti finanziari esposti alle turbolenze dei mercati borsistici) e dall'altro alle diffuse esigenze di economicità e di miglioramento della qualità dei servizi offerti.

I risultati ottenuti hanno evidenziato un elevato livello di concorrenza tra gli operatori che possono essere definiti *price-taker* nel fissare il *pricing* (commissioni) dei loro prodotti. Al contrario, si sono palesati notevoli margini di miglioramento dal lato dei costi; ciò significa che le differenze riconducibili all'abilità del manager di ottimizzare il processo produttivo e ridurre al minimo i costi sono più evidenti.



Nel quinto e ultimo capitolo vengono analizzati i contenuti essenziali della Legge Delega 42/2009 (meglio nota come Legge Calderoli), che ha riavviato il cammino verso l'attuazione dell'art. 119 del Titolo V della Costituzione - che sancisce l'autonomia finanziaria di entrata e di spesa dei governi territoriali. In secondo luogo, viene posta l'attenzione sui decreti legislativi, recentemente varati dal Governo, per ciò che concerne i rapporti finanziari tra Stato centrale, Regioni ed enti locali, in particolare i Comuni. L'analisi mette in evidenza le maggiori criticità che emergono dal sistema di federalismo fiscale delineato dai decreti approvati.

In particolare, si può affermare che i recenti provvedimenti non configurano, almeno nel medio periodo, una rivoluzione dell'assetto attuale. L'autonomia tributaria dei governi territoriali non sarà significativamente più elevata rispetto al presente. Anche sul fronte della spesa, non sembra di intravedere modifiche sostanziali, almeno nei prossimi anni. In particolare, per quanto riguarda la spesa sanitaria delle Regioni, le risorse da destinare globalmente al suo finanziamento saranno annualmente stabilite dal governo centrale, in relazione al vincolo complessivo del bilancio pubblico. Il criterio di riparto dei finanziamenti resterà quello attuale, sulla base della popolazione pesata per classi di età. La dinamica della spesa regionale, trainata dalla spesa sanitaria, dovrebbe quindi dipendere dalle decisioni del governo centrale e dalla sua capacità di controllo dei comportamenti degli amministratori regionali. Infine, anche se il legislatore centrale ha ripetutamente affermato che l'attuazione della Delega dovrebbe avvenire a pressione tributaria invariata, risulta davvero difficile non prevedere un aumento delle imposte locali o delle tariffe dei servizi pubblici locali.

## UNA CRISI NON FINITA ♦

La crisi che dal novembre 2009 ha colpito i paesi della *periferia* della zona euro può essere valutata in tanti modi. Ad un estremo, c'è il modo di chi lamenta i difetti della costruzione dell'Euro, gli errori commessi, il mancato tempestivo rimedio a quei problemi, e sostanzialmente pensa che il rimedio preferibile sia quello di "andare indietro", cioè di tornare all'inizio della storia. L'Euro è fallito: esca chi vuole! All'estremo opposto, invece c'è il modo di chi ritiene che dalle crisi si impara, che ogni costruzione umana è migliorabile, e che anche questa crisi può essere utile per progredire sulla strada dell'Unione. Sempre che resti forte e condiviso l'obiettivo ultimo del percorso avviato vent'anni fa con l'Euro, cioè quello di un'Europa unita, fatta dal meglio di ciascun paese-membro, e che continui ad avere un ruolo indispensabile nel mondo.

In base a questo secondo punto di vista, proviamo a ricordare cosa abbiamo imparato e quali dovrebbero essere i rimedi. Abbiamo anzitutto imparato che sono stati commessi alcuni errori di principio. Il principale errore è stato quello di credere (perché forse una volta ciò era anche vero....) che l'unico problema fosse quello della *stabilità monetaria* e che bastasse risolvere quel problema perché non ce ne fossero altri. Di qui l'enfasi sul fatto che la BCE: 1) dovesse occuparsi *solo* di stabilità monetaria; 2) la sua indipendenza dai Governi ne fosse la miglior garanzia; 3) e ancora che per assicurare ciò debito e deficit pubblici dovessero essere ridotti.

In realtà, abbiamo visto che c'è anche un problema di stabilità finanziaria, che può benissimo accompagnarsi a poca inflazione, e che le crisi finanziarie possono originare da un debito "eccessivo", e non si può mai dire se sia peggiore

la crisi dovuta a troppo debito pubblico o quella da troppo debito privato (anche perché la differenza tra i due tende a ridursi se c'è crisi).

In sostanza, oggi sappiamo che la costruzione dell'Euro è "fragile"<sup>1</sup> e richiede un bel po' di manutenzione straordinaria. Anzitutto, è fragile perché al di là dei numeri e dei Patti non aveva chiarito, fin dall'origine, che in tanto i diversi paesi avrebbero ricevuto lo stesso trattamento dalla BCE e quindi dai mercati (l'intera curva dei tassi di interesse è stata in pratica la stessa, per dieci anni!) in quanto era in corso un processo di *convergenza*. In altre parole, i vari paesi della *periferia* (Italia compresa!) stavano facendo del loro meglio per raggiungere i livelli di produttività e quindi di reddito dei paesi più ricchi. Diciamo che i mercati finanziavano il "prevedibile successo" di paesi come Grecia, Portogallo, Spagna, Irlanda e Italia che si stavano integrando (non era quello l'obiettivo vero dell'Euro?) con l'economia più avanzata, cioè quella tedesca, e ne emulavano le virtù.

Scoprire oggi (ma in verità lo sappiamo tutti da quasi due anni!!!) che tutto ciò non era affatto vero; e che al contrario i divari di produttività, di tecnologia, di capacità innovativa di quei paesi con il paese leader sono semmai aumentati: questo è il vero problema che oggi va affrontato e risolto al meglio.

A ben guardare, è esattamente il contrario dell'atteggiamento – comprensibile, ma inutile quando non pericoloso dal punto di vista politico – di chi vorrebbe soprattutto "punire" i colpevoli di quegli errori, costringendo i "peccatori" ad espiare i loro peccati (accomunando nel pianto i loro complici bancari), oltre a promettere di non più peccare.

D'altra parte, non è neppure vero che la virtù possa essere "insegnata-col-bastone", se non c'è

♦ A cura di Giacomo Vaciago.

<sup>1</sup> Vedi P. De Grauwe, *The Governance of a Fragile Eurozone*, CEPS, May 2011.



in ogni momento la giusta prospettiva di quel lungo periodo che solo giustifica la bontà di un'unione, di qualsiasi unione. Nel breve periodo – che è purtroppo l'unica cosa che conta per i mercati finanziari – conviene essere *free-rider*, cioè approfittare dell'altrui virtù senza alcun merito. Finché non si viene scoperti, e anche allora conviene danneggiare gli altri oltre che se stessi. E quindi resta la necessità di una revisione più ampia e radicale di quello che il 25 marzo scorso è stato presentato ai media come il nuovo Patto: l'*Euro-Plus*. Assieme al *Rapporto Monti* sui necessari passi da fare per completare il mercato interno (sennò a cosa servirebbe avere l'Euro?). Ed assieme ad Europa 2020 che ci aiuti a crescere tutti. Sono queste le tre gambe del tavolo che resta da costruire, la cui quarta gamba può essere solo un Fondo Europeo, importante ed autorevole almeno quanto lo è la BCE e che si occupi non solo del salvataggio della Grecia, ma di tutto ciò che riguarda la stabilità finanziaria della zona Euro. Molto abbiamo già imparato con riferimento al rischio sistemico, gli effetti di contagio ed alla necessità di vigilanza macroprudenziale, e qualcosa si era in effetti già iniziato a fare dal mese di gennaio con il ESRB (il Board per il rischio sistemico). Ma anche questi rimedi risultano oggi parziali e insufficienti, e il problema è infatti rimasto finora affidato alla scarsa capacità dei 17 governi di realizzare giochi cooperativi nel comune interesse di lungo periodo. La casa comune dell'Euro è stata seriamente danneggiata dalla crisi iniziata dalla Grecia e i cerotti finora applicati non bastano più.

Anche perché sappiamo già che una volta sistemata la Grecia i mercati finanziari passerebbero al successivo paese e così via. Occorre quindi una risposta forte sul piano delle istituzioni che non si limiti a ripetere solo l'impegno dei Governi a “salvare” un Paese e a “difendere” la moneta comune.

## 1. IL QUADRO MACROECONOMICO\*

### 1. Lo scenario internazionale

Sulla base degli indicatori di attività economica aggregata – che si fermano al primo trimestre – lo scorcio iniziale del 2011 si è rivelato piuttosto dinamico.

Questa fase dell'espansione che nei paesi industrializzati possiamo considerare ormai matura (collocandosi temporalmente a quasi due anni dall'uscita dalla Grande Recessione), si accompagna a una crescita del prodotto lordo sempre sostenuta nei paesi emergenti e in particolare in quelli asiatici. Sotto questo profilo potremmo quindi guardare alla dinamica del PIL e del commercio mondiale con relativa fiducia. Tuttavia il quadro macroeconomico internazionale è oscurato da due rilevanti elementi di *downside risk*.

Il primo fattore di rischio è legato alla ripresa dei prezzi delle materie prime, a cominciare dal petrolio. Il prezzo di un barile di Brent, che aveva sfiorato i 140 dollari al culmine dell'impennata del luglio 2008, è prossimo ai 120 dollari, nonostante la flessione rilevante registrata nel corso della Grande Recessione.

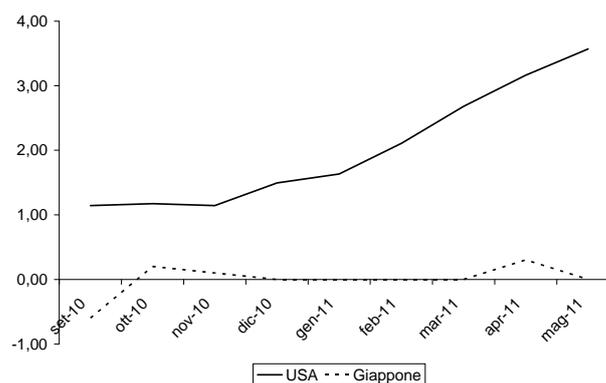
Sulle motivazioni di questo rialzo esiste un consenso diffuso. In primo luogo, fa da *driver* la vivacità della domanda asiatica di materie prime, alimentata a sua volta dalla ripresa dell'attività manifatturiera nei grandi paesi emergenti come la Cina e l'India.

Su questa tendenza di fondo di natura reale si innescano le dinamiche speculative degli investitori a caccia di alti rendimenti nel mercato dei derivati del petrolio e delle *commodities* in generale, favorite dal mantenimento di un elevato grado di liquidità.

Si tratta di una tendenza di fondo che costituisce uno shock aggregato per tutti i paesi utilizzatori, industrializzati ed emergenti. Il *pass through* della dinamica dei prezzi dalle materie prime ai prezzi al consumo, sebbene incompleto, comporta ripercussioni non trascurabili sull'inflazione – che è infatti in fase di risalita – e sulla scala dell'attività produttiva, per effetto dell'aumento dei costi di produzione.

Nella FIG. 1 mettiamo a confronto la dinamica dell'inflazione *headline* USA con quella del Giappone.

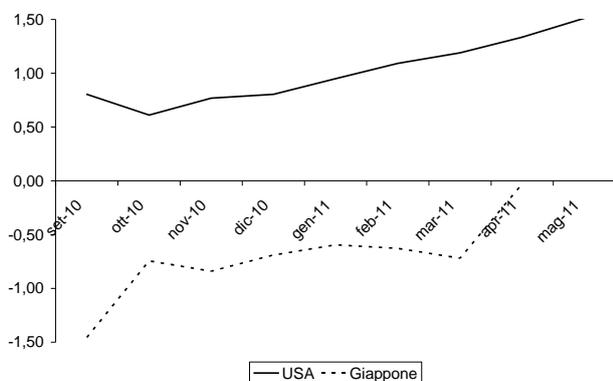
**FIG. 1 - Tasso di inflazione *headline* (variazione tendenziale): USA e Giappone**



L'inflazione *headline* statunitense mostra una chiara tendenza alla crescita (da circa l'1% a oltre il 3% tendenziale in tre trimestri circa). In Giappone, invece, si manifesta da tempo una sostanziale stagnazione dei prezzi al consumo. Se si depura la dinamica dai prezzi dalle componenti erratiche – quindi i prezzi dei beni alimentari ed energetici – si ottiene l'inflazione *core* (FIG. 2). Dal confronto tra i due grafici risulta evidente il ruolo cruciale giocato dalla risalita dei corsi delle materie prime energetiche nella dinamica dei prezzi. Senza questa componente, infatti, l'inflazione negli USA non andrebbe oltre l'1,5% mentre in Giappone ci sarebbe deflazione in senso stretto.

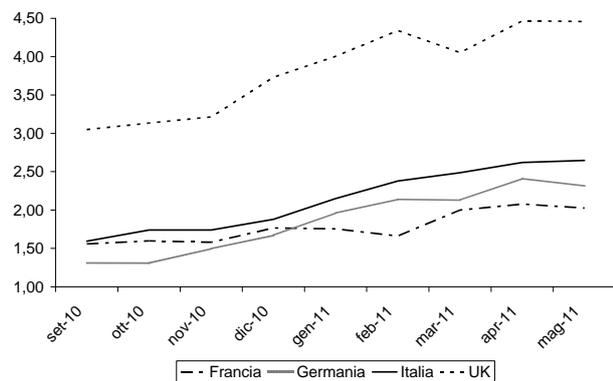
\* A cura di Tiziana Assenza e Domenico Delli Gatti.

**FIG. 2 - Tasso di inflazione core (variazione tendenziale): USA e Giappone**

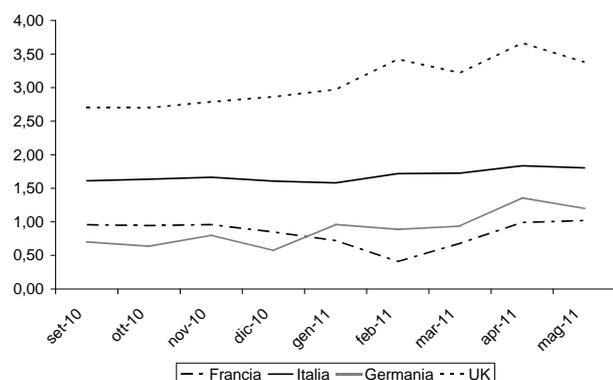


Indicazioni non dissimili provengono dal contesto europeo, analizzato nelle FIGG. 3 e 4.

**FIG. 3 - Tasso di inflazione headline (variazione tendenziale): paesi area UE**



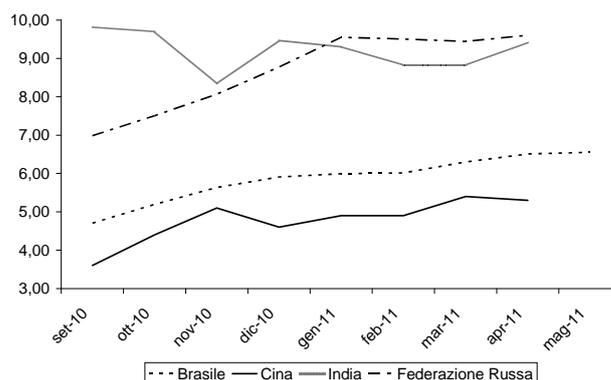
**FIG. 4 - Tasso di inflazione core (variazione tendenziale): paesi area UE**



Un rapido raffronto evidenzia in primo luogo una asimmetria tra il caso del Regno Unito e quello dei principali paesi continentali. Sia in termini *headline* che *core*, il Regno Unito continua a sperimentare una dinamica dell'inflazione più preoccupante che nel resto delle principali economie continentali.

Ancora più interessante - e per certi aspetti più rilevante - è la situazione per quanto riguarda i principali paesi emergenti (FIG. 5). In queste economie si registra una dinamica dei prezzi sensibilmente superiore a quella dei principali paesi industrializzati.

**FIG. 5 - Tasso di inflazione al consumo (variazione tendenziale): paesi BRICs**



Le tensioni geo-politiche nel mondo arabo (rivoluzioni in Tunisia e in Egitto, guerra civile in Libia, rivolte in Siria etc.) potrebbero esacerbare questa dinamica traducendosi in strozzature dal lato dell'offerta di materie prime energetiche (per il momento questo rischio è attenuato dalla disponibilità dell'Arabia Saudita a compensare eventuali contrazioni dell'offerta di greggio libico).<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Si ricorda che il Nord Africa possiede una quota di mercato delle materie prime energetiche di circa il 5%, non rilevante ma neppure trascurabile.

Avremmo dunque un mix di domanda crescente e offerta decrescente che spingerebbe ulteriormente verso l'alto i prezzi delle materie prime.

Il secondo elemento di rischio è la tendenza al consolidamento fiscale e (sebbene su scala e con intensità minore) alla restrizione monetaria che sembra caratterizzare il *policy mix* in molti paesi. In questo caso si tratta di tendenze localizzate, non generali.

Il consolidamento fiscale interessa essenzialmente l'area euro, mentre la restrizione monetaria - già in atto in alcuni paesi emergenti (India e Cina, in particolare) - nell'eurozona è cominciata con il recente aumento (in aprile) del tasso di *policy*. Ovviamente, la restrizione monetaria è in larga misura dovuta all'riacutizzarsi dell'inflazione a seguito della ripresa dei corsi delle materie prime. Gli Stati Uniti hanno per il momento evitato sia il consolidamento fiscale sia la restrizione monetaria. Negli USA, al contrario, la politica monetaria è stata caratterizzata nel corso degli ultimi mesi dall'attuazione della seconda fase del *Quantitative Easing* (QE2). E' opinione largamente condivisa che l'allentamento monetario negli USA sia indirettamente collegato - come già anticipato - con la ripresa dei prezzi delle materie prime, dal momento che la disponibilità di ampie riserve di liquidità finisce per alimentare anche la speculazione sulle *commodities*.

Nel 2010 il PIL mondiale è cresciuto mediamente del 5% e il commercio mondiale del 12% (a fronte di flessioni nell'ordine dell'1% e dell'11% nel 2009 per le due variabili). Molti previsori, alla luce dei rischi summenzionati, collocano il tasso di crescita del PIL del 2011 attorno al 4% e quello del commercio mondiale attorno al 7%, una previsione buona ma non particolarmente ottimistica.

Nella TAB. 1 presentiamo il tasso di crescita congiunturale annualizzato (d'ora in poi c.a.) del

PIL nei principali paesi industrializzati nel primo trimestre del 2011 (d'ora in poi I-11) e nel quarto trimestre del 2010 (IV-10).

La tabella mette in luce il buon momento congiunturale dei principali paesi europei - con l'eccezione dell'Italia, il cui PIL cresce molto lentamente - mentre gli USA procedono sulla strada dell'espansione ad un ritmo lievemente meno vivace che nello scorcio finale del 2010.

**TAB. 1 - Crescita del PIL (variazione congiunturale annualizzata): principali paesi industrializzati**

	IV-10	I-11
Stati Uniti	3,2	2,0
Giappone	-3,2	-3,6
UK	-2,0	2,0
Francia	1,2	4,0
Germania	1,6	6,0
Italia	0,4	0,4

## 2. Stati Uniti

Nella TAB. 2 riportiamo il tasso di crescita congiunturale del PIL negli USA negli ultimi quattro trimestri e i contributi alla crescita forniti dalle diverse componenti della domanda aggregata nello stesso periodo.

Gli Stati Uniti sono da tempo solidamente sul sentiero della ripresa; tuttavia il primo trimestre del 2011 è risultato meno brillante del quarto 2010. Da un primo esame degli elementi che hanno contribuito alla crescita emerge come la decelerazione della dinamica del PIL nello scorcio iniziale del 2011 sia dovuta a:

- un lieve ridimensionamento dei consumi;
- una contrazione degli investimenti;
- un contributo negativo delle importazioni.

**TAB. 2 – USA: contributi alla crescita del PIL (variazione congiunturale)**

	II-10	III-10	IV-10	I-11
PIL	0,4	0,6	0,8	0,5
Consumi	0,4	0,4	0,7	0,4
Investimenti	0,6	0,1	0,2	-0,1
Spesa pubblica	0,1	0,1	-0,1	-0,1
Importazioni	-1,2	-0,6	0,6	-0,3
Esportazioni	0,3	0,2	0,3	0,3
Variazione delle scorte	0,2	0,4	-0,9	0,3

D'altro canto le imprese hanno ripreso ad accumulare scorte (il che ha dato un impulso all'espansione) a fronte di un decumulo rilevante nel IV-2010.

Il quadro macroeconomico statunitense si presenta caratterizzato, in una prospettiva di medio periodo da una sostanziale debolezza degli investimenti a fronte di una relativa tenuta dei consumi. I secondi, infatti, sono attualmente tornati ai livelli pre-crisi mentre i primi sono del 25% al di sotto di quei livelli.

L'interpretazione di consenso fa risalire questa asimmetria nell'attuale fase di espansione alle caratteristiche dell'ultima recessione. La crisi finanziaria infatti aveva indotto una brusca frenata dell'accesso al credito per le imprese e un ripensamento complessivo delle strategie di investimento dopo la fase di sovra-indebitamento e di conseguente sovra-investimento registrata nei primi anni del nuovo secolo. Saremmo quindi in presenza di un *eccesso strutturale di capacità produttiva* che potrebbe continuare a farsi sentire nei prossimi anni.

Anche i consumi sono stati colpiti dalle conseguenze della crisi – ad esempio sono ancora condizionati dal processo di *deleveraging* delle famiglie – ma hanno subito una flessione meno rilevante e soprattutto hanno recuperato più

rapidamente. Attualmente si ritiene che essi siano indirettamente sostenuti dalla politica monetaria di QE2 adottata dalla Fed, che ha generato una rete di protezione per i mercati dei capitali e ha sostenuto i corsi delle attività finanziarie (e, come si è detto, delle *commodities*). Attraverso l'effetto ricchezza indotto dai corsi delle attività finanziarie, quindi, i consumi avrebbero beneficiato del QE2.

Rimane debole invece l'attività sul mercato immobiliare. I prezzi degli immobili continuano a flettere, producendo conseguenze di non poco conto sia nell'attività di spesa di buona parte delle famiglie che sulla sostenibilità dei conti di molte imprese finanziarie.

Come evidenziato precedentemente, l'inflazione USA, sebbene sia sotto controllo, ha conosciuto una certa ripresa, coerentemente con le intenzioni della Fed che – attraverso la realizzazione del QE2 - intendeva esattamente evitare il rischio di deflazione. Peraltro la ripresa della crescita dei prezzi sarebbe essenzialmente dovuta alla componente estera (inflazione importata), dal momento che l'inflazione *core* resta estremamente contenuta (si vedano le FIGG. 1 e 2). L'inflazione di origine interna, in altri termini, è molto debole. D'altro canto, questo risultato si spiega facilmente. L'ultimo dato a nostra disposizione riporta un tasso di disoccupazione che nel mese di maggio era ancora al 9,1%. La dinamica dei salari è quindi molto fiacca. Ne consegue una flessione del costo del lavoro per unità di prodotto e una ripresa della produttività.

### 3. Giappone

Nella TAB. 3 riportiamo il tasso di crescita congiunturale del PIL in Giappone negli ultimi quattro trimestri e i contributi alla crescita delle diverse componenti della domanda aggregata nello stesso periodo.

Lo scenario macroeconomico giapponese rimane caratterizzato da rilevanti contrazioni dell'attività economica aggregata. Quasi tutte le componenti di spesa contribuiscono a questa contrazione. Solo la spesa pubblica e le esportazioni forniscono un contributo positivo.

Su questo quadro, non esaltante, si riverbereranno nel prossimo futuro le conseguenze del terremoto di marzo, dello tsunami e del catastrofico incidente di Fukushima. E' facile prevedere una flessione considerevole dell'attività produttiva nel secondo trimestre del 2011. Inoltre, poiché le produzioni giapponesi ricoprono un ruolo chiave in alcune rilevanti *global supply chain* (nel settore automobilistico, dell'elettronica e della meccanica), è altrettanto facile prevedere interruzioni di queste catene produttive – una sorta di fallimento del coordinamento dell'attività di produzione a livello internazionale – con conseguente contrazione dell'attività in altri paesi, prevalentemente emergenti asiatici.<sup>2</sup>

**TAB. 3 - Giappone: contributi alla crescita del PIL (variazione congiunturale)**

	II-10	III-10	IV-10	I-11
PIL	-0,1	1,0	-0,8	-0,9
Consumi	-0,1	0,5	-0,6	-0,3
Investimenti	0,1	0,1	-0,2	-0,2
Spesa pubblica	0,2	0,1	0,1	0,2
Importazioni	-0,5	-0,4	0,0	-0,3
Esportazioni	0,7	0,2	-0,1	0,1
Variazione delle scorte	-0,5	0,5	0,0	-0,4

<sup>2</sup> L'incidente di Fukushima esplicherà i suoi effetti maggiori nel prossimo futuro, determinando un ripensamento complessivo delle politiche di approvvigionamento energetico (è già successo, ad esempio, in Germania e in Italia con il recente referendum).

#### 4. Regno Unito

Nella TAB. 4 riportiamo il tasso di crescita congiunturale del PIL nel Regno Unito negli ultimi quattro trimestri e i contributi alla crescita delle diverse componenti della domanda aggregata nello stesso periodo.

**TAB. 4 – Regno Unito: contributi alla crescita del PIL (variazione congiunturale)**

	II-10	III-10	IV-10	I-11
PIL	1,1	0,7	-0,5	0,5
Consumi	0,3	-0,1	-0,2	-0,4
Investimenti	0,0	0,5	-0,3	-0,7
Spesa pubblica	0,0	-0,1	0,1	0,2
Importazioni	-0,6	-0,6	-1,0	-0,7
Esportazioni	0,8	0,4	0,5	1,0
Variazione delle scorte	0,6	0,5	0,4	-0,3

La dinamica del PIL britannico mostra una accentuata volatilità. Nel primo trimestre del 2011 la crescita è stata positiva ma si era verificata una contrazione rilevante nel quarto 2010.

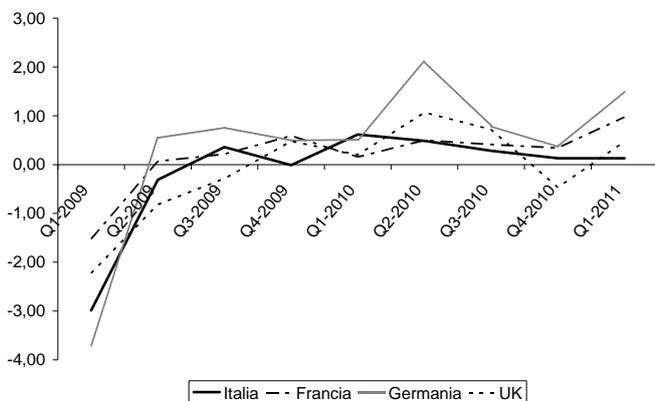
I consumi continuano a dare un contributo negativo alla crescita (dal III-2010) così come gli investimenti (dal IV-2010). L'espansione nel Regno Unito nello scorcio iniziale del 2011 si spiega quindi prevalentemente con la dinamica delle esportazioni nette, che hanno contribuito alla crescita per 1.7 punti percentuali.

Lo scenario macroeconomico britannico è contraddistinto da una accentuata propensione inflazionistica, che non si rileva né negli USA né in Europa. Questa spada di Damocle pende sui destini della ripresa quanto o forse più dei piani di consolidamento fiscale dell'attuale governo perché introduce un vincolo rilevante anche per la politica monetaria.

### 5. Area Euro

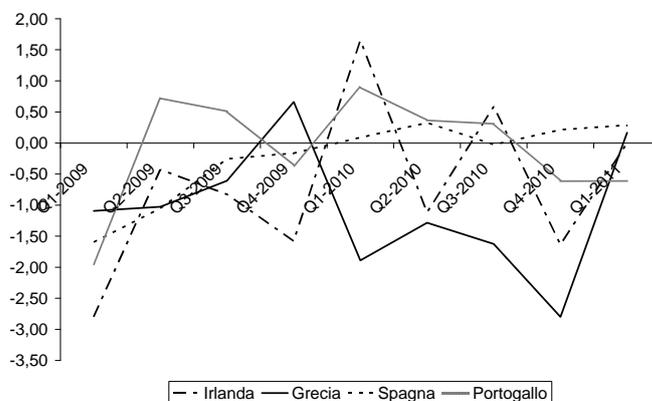
Il PIL dell'Eurozona ha segnalato una robusta ripresa in apertura d'anno. La crescita (variazione congiunturale non annualizzata) è risultata superiore allo 0,8% contro un modesto 0,25% nello scorcio finale del 2010. La dinamica aggregata nasconde profili di crescita molto differenziati all'interno dell'area (FIG. 6). Mentre la Francia - e soprattutto la Germania - crescono a ritmi sostenuti, l'Italia segue un sentiero di espansione molto ridotta e i paesi in difficoltà di bilancio (Irlanda, Grecia, Spagna, Portogallo) sono tuttora immersi in una fase profondamente recessiva, come si può notare dalla FIG. 7, cui si accompagna una inflazione in flessione (FIG. 8).

**FIG: 6 - Crescita del PIL (variazione congiunturale): principali paesi UE**

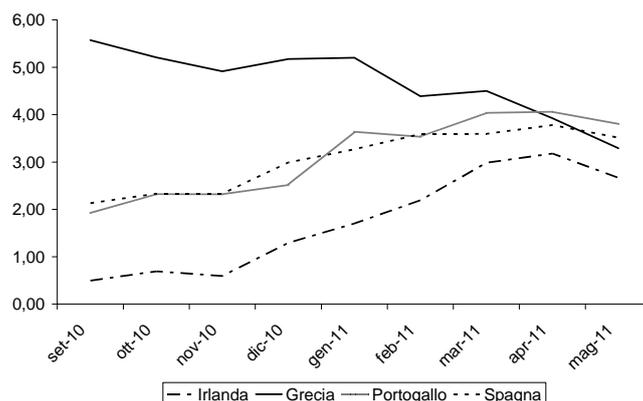


E' drammatico, in particolare, il caso greco. Come è noto, le difficoltà della crescita spiegano largamente l'approfondimento della crisi fiscale in quel paese che ha richiesto recentemente l'attivazione di un nuovo pacchetto di aiuti europei.

**FIG. 7 - Crescita del PIL (variazione congiunturale annualizzata): paesi PIGS**



**FIG. 8 - Tasso di inflazione: paesi PIGS**



#### 5.1 Germania

Nella TAB. 5 riportiamo il tasso di crescita congiunturale del PIL in Germania negli ultimi quattro trimestri e i contributi alla crescita delle diverse componenti della domanda aggregata nello stesso periodo.

La crescita nel primo trimestre del 2011 (1,5% su base congiunturale, nell'ordine del 6% su base annua) è tornata nei dintorni dei livelli della prima metà del 2010. Le componenti più vivaci della domanda aggregata, investimenti ed esportazioni, da sole hanno contribuito alla crescita per 2 punti percentuali.

L'economia tedesca, quindi, ha beneficiato in modo rilevante dalla espansione del commercio internazionale dopo l'uscita dalla Grande Recessione. Rimane relativamente debole la dinamica dei consumi. E' facile prevedere che - se e quando si verificherà un ridimensionamento del commercio mondiale - anche la dinamica del PIL tedesco rientrerà su sentieri di crescita meno sostenuti.

**TAB. 5 - Germania: contributi alla crescita del PIL (variazione congiunturale)**

	II-10	III-10	IV-10	I-11
PIL	2,1	0,8	0,4	1,5
Consumi	0,4	0,2	0,4	0,2
Investimenti	1,0	0,3	0,0	0,9
Spesa pubblica	-0,1	0,2	0,0	0,2
Importazioni	-2,7	-0,3	-0,3	-0,6
Esportazioni	2,9	0,6	0,8	1,1
Variazione delle scorte	0,6	-0,2	-0,5	-0,4

### 5.2 Francia

Nella TAB. 6 riportiamo il tasso di crescita congiunturale del PIL in Francia negli ultimi quattro trimestri e i contributi alla crescita delle diverse componenti della domanda aggregata nello stesso periodo.

La crescita nel primo trimestre del 2011 (1% su base congiunturale, nell'ordine del 4% su base annua) si presenta più che soddisfacente in termini complessivi. Se si approfondiscono le ragioni di questa dinamica analizzando le componenti di spesa, tuttavia, scopriamo una "storia" molto diversa da quella tedesca. La componente più vivace della domanda aggregata, infatti, risulta essere la ricostituzione delle scorte. Il contributo della domanda estera netta è negativo e modesta pare la dinamica dei consumi e degli investimenti. In assenza di rilevanti cambiamenti di passo dei

consumi e degli investimenti la congiuntura francese non dovrebbe registrare tassi di crescita così sostenuti nei prossimi trimestri, dal momento che l'accumulazione delle scorte non è un fenomeno di lunga durata.

**TAB. 6 - Francia: contributi alla crescita del PIL (variazione congiunturale)**

	II-10	III-10	IV-10	I-11
PIL	0,5	0,4	0,3	1,0
Consumi	0,0	0,3	0,3	0,3
Investimenti	0,2	0,2	0,1	0,2
Spesa pubblica	0,1	0,1	0,0	0,1
Importazioni	-0,9	-1,1	0,2	-0,8
Esportazioni	0,8	0,5	0,1	0,4
Variazione delle scorte	0,3	0,4	-0,3	0,8

### 5.3 Italia

L'Italia continua ad essere una delle economie più in ritardo nella fase di recupero delle perdite di PIL che si sono verificate a causa della crisi. Nonostante ciò l'economia italiana è entrata a pieno regime nella fase di aggiustamento fiscale già a partire dal 2010. Dato l'andamento poco vivace della domanda, alcuni settori registrano livelli produttivi strutturalmente più bassi rispetto a quelli prima dello scoppio della crisi.

Dai conti economici nazionali si osserva come il livello del PIL abbia recuperato solo parzialmente le perdite subite durante la crisi nel biennio 2007-2009. A fine 2010, infatti, il PIL si è attestato su un livello ancora inferiore di 5 punti percentuali rispetto ai valori che si registravano prima della crisi.

Nel primo trimestre del 2011 l'aumento del PIL, rispetto all'ultimo trimestre del 2010, è stato modesto, pari allo 0,1%.

Come detto in precedenza l'Italia è entrata nella fase di *exit strategy*, pertanto - come ci si

attendeva - anche dal lato della domanda i dati non sono confortanti.

**TAB. 7 - Italia: contributi alla crescita del PIL (variazione congiunturale)**

	II-10	III-10	IV-10	I-11
PIL	0,5	0,3	0,1	0,1
Consumi	0,1	0,2	0,1	0,2
Investimenti	0,3	0,1	-0,2	0,0
Domanda nazionale al netto delle scorte	0,4	0,3	-0,1	0,2
Domanda estera netta	0,5	-0,5	-0,6	0,2

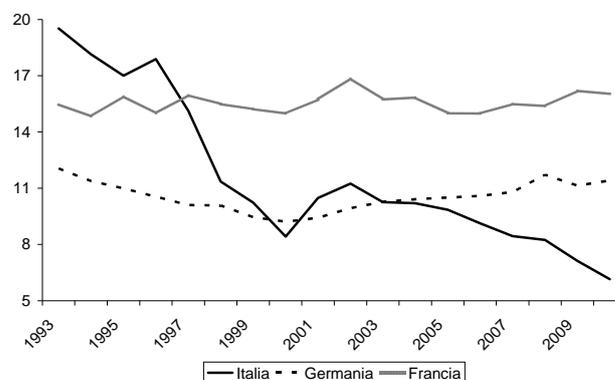
Fonte: Istat

Gli investimenti sia pubblici che privati continuano a registrare una pausa di riflessione, mentre i consumi sono cresciuti in modo modesto (0,2%). Ancora una volta la principale componente di sostegno per il PIL è rappresentata dalle esportazioni, nonostante anche per tale voce si sia registrato un rallentamento. Le esportazioni sono aumentate dell'1,4% rispetto al quarto trimestre del 2010. A inizio 2011 si è registrato un effetto positivo dell'interscambio con l'estero: infatti se da un lato le esportazioni sono aumentate, anche se meno rispetto alla fine del 2010, dall'altro le importazioni sono aumentate in misura molto più modesta (0,7% nel I-11 rispetto al IV-10 contro il 4,7% del IV-10 rispetto al III-10). Pertanto, l'interscambio con l'estero ha causato nel complesso una timida accelerazione della dinamica del PIL, pari a circa 0,2 punti percentuali.

Nell'analisi della dinamica dei consumi delle famiglie l'Italia mostra una peculiarità rispetto alle altre economie avanzate. I consumi privati, infatti, nonostante le politiche di bilancio restrittive che sono state avviate e la riduzione del reddito disponibile delle famiglie, continuano ad evidenziare (ancorché in maniera timida) una

dinamica in crescita. Tale andamento è spiegato dal fatto che in Italia - a differenza delle altre economie avanzate - le famiglie per continuare a sostenere i consumi (data la diminuzione del reddito disponibile) hanno ridotto la quota di reddito destinata ai risparmi. La componente che ha maggiormente contribuito a tale andamento si è confermata (come in chiusura 2010) la spesa in beni durevoli.

**FIG. 9 – Tasso di risparmio delle famiglie: quota percentuale del reddito disponibile**



Fonte: OECD

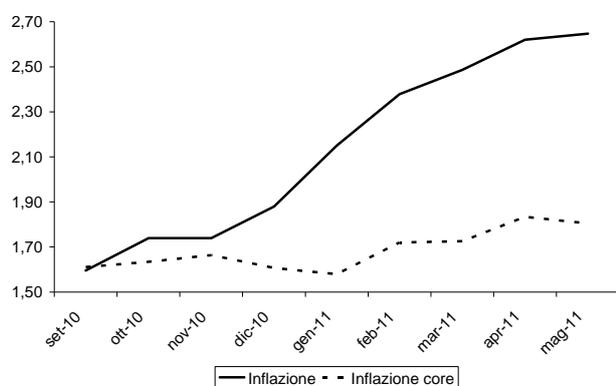
Per quanto riguarda i consumi pubblici si registra in apertura di anno un'inversione di tendenza. Infatti se nell'ultimo trimestre del 2010 questi hanno frenato la crescita del PIL, nel primo trimestre del 2011 hanno fornito un apporto positivo.

Anche in Italia l'inflazione nei mesi recenti ha registrato una fase di accelerazione dovuta all'aumento dei prezzi delle materie prime. Pertanto abbiamo assistito ad un'inversione dell'andamento del tasso di inflazione dal 2009 ad oggi. Nel periodo di maggiore intensità della crisi infatti si registravano livelli bassissimi del tasso di inflazione a cui si accompagnava una variazione del deflatore dei consumi delle famiglie nulla. Da qualche mese a questa parte tale tendenza è cambiata. Dalla seconda metà del 2010 ad oggi si è verificato un progressivo aumento del tasso di

inflazione che nel maggio del 2011 ha raggiunto livelli superiori al 2,5% su base tendenziale. Tale dinamica in aumento potrebbe intensificarsi - raggiungendo così un livello pari al 3% - se le tensioni sui mercati delle materie prime permarranno. Nel caso dell'economia italiana (così come per le maggiori economie avanzate) l'aumento del tasso di inflazione è da imputare soprattutto all'accelerazione dei prezzi dei beni a maggiore contenuto di materie prime (alimentari ed energetici).

Come mostrato in FIG. 10, infatti, se si osserva l'andamento del tasso di *inflazione core* (al netto dei beni alimentari ed energetici) si nota che l'accelerazione è più limitata e si registrano livelli al di sotto del 2% (1,8% a maggio 2011).

**FIG. 10 – Italia: tasso di inflazione *headline* e *core***



Fonte: OECD



## 2. LA POLITICA MONETARIA NELLA ZONA-EURO E NEGLI USA<sup>♦</sup>

### 1. La Banca Centrale Europea: tasso ufficiale, comunicazioni e tassi di mercato

Dall'inizio del 2011 i tassi del mercato monetario della zona-Euro si sono mossi lungo un trend crescente, in linea con le informazioni rilasciate dalla Banca Centrale Europea e le previsioni degli operatori su un progressivo aumento del Repo.

Per quanto riguarda la manovra del tasso ufficiale, il mutamento della politica della BCE appare evidente dal contenuto delle “Conferenze stampa” mensili del Presidente. A gennaio e febbraio, infatti, anche se il livello dei tassi era considerato “ancora appropriato” (TAB.1), la forza della politica monetaria veniva definita per la prima volta espansiva e quindi passibile di correzione; nel contempo si sottolineava come l'economia fosse in espansione e come l'inflazione corrente fosse diventata elevata, anche se non ancora pericolosa per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

**TAB. 1: Sintesi delle “conferenze stampa”**

	Tasso d'interesse	Stabilità dei prezzi	Politica	Repo
Dic	appropriate	maintained	-	1,00
Gen	still appropriate	in line	-	1,00
Feb	still appropriate	in line	-	1,00
Mar	-	Risks are on the upside	Strong vigilance	1,00
Apr	-	upside risks	-	1,25
Mag	-	upward pressure	-	1,25
Giu	-	Risks are on the upside	Strong vigilance	1,25
Lug	(-)	(Risks are on the upside)	(-)	(1,50)

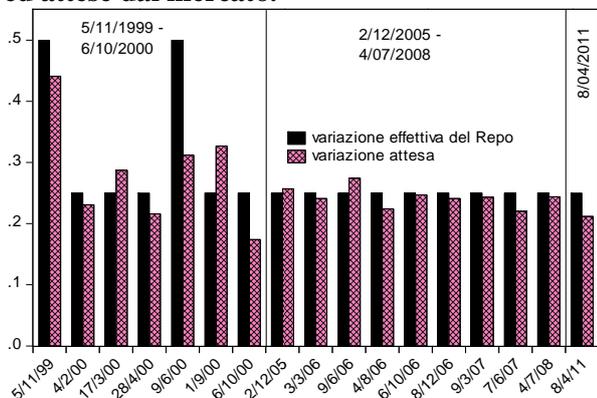
Tra parentesi il probabile contenuto della Conferenza stampa di luglio

<sup>♦</sup> A cura di Giovanni Verga.

La svolta definitiva arrivava con la Conferenza stampa di marzo quando, per la prima volta, il rischio per la stabilità dei prezzi era definito “verso l'alto”, espressione questa che sottintende l'intenzione della Banca Centrale di iniziare una politica di aumenti del tasso ufficiale.

In questa stessa conferenza, come poi si ripeterà a giugno, il Presidente avvisava anche come la BCE dovesse esercitare una “stretta vigilanza” (*strong vigilance*) per contrastare il pericolo inflazionistico: queste parole, per tradizione, sono interpretate dal mercato come l'anticipo di un aumento di 25 bps del Repo nella riunione del mese successivo, cosa che si è puntualmente verificata ad aprile. La prassi di avvertire con un mese di anticipo il mercato dell'intenzione della Banca di procedere all'aumento del tasso ufficiale è in atto dalla fine del 2005 e, per evitare ambiguità, è stata riconfermata durante la Conferenza stampa di giugno dallo stesso Trichet il quale ha sostenuto che “menzionando l'atteggiamento di forte vigilanza del Consiglio direttivo, si intende, come noto, che esso è orientato verso un possibile incremento del tasso nella riunione successiva, anche se non si tratta di un impegno”. Come già avvenuto ad aprile, anche nella riunione del 7 luglio il Consiglio direttivo deciderà quasi certamente un ulteriore aumento del Repo che sarà così portato all'1,50%. E' da molto tempo, infatti, che grazie a questa informazione - e al fatto che dal 2005 gli aumenti sono sempre stati di 25 bps - è facile prevedere se nella successiva riunione il Repo sarà (o meno) aumentato (FIG.1): ne consegue che la reazione dei tassi di mercato alle variazioni del Repo è assolutamente modesta dal momento che essi si aggiustano al nuovo valore ancor prima che l'informazione venga resa ufficiale.

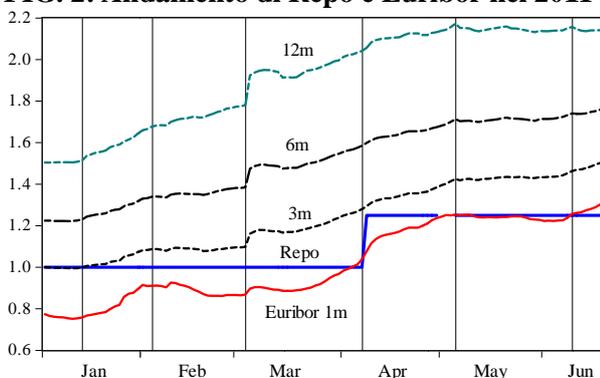
**FIG.1: Aumenti del Repo: variazioni effettive ed attese dal mercato.**



Fonte: BCE, Euribor e nostre elaborazioni. Le attese si riferiscono alla mattina delle riunioni

In marzo i tassi interbancari a breve (Euribor, Eurepo e OIS) hanno fortemente risentito del mutato atteggiamento della Banca e si sono mossi verso l'alto (FIG.2).

**FIG. 2: Andamento di Repo e Euribor nel 2011**



Fonte: BCE e Euribor; le linee verticali corrispondono alle riunioni del Consiglio direttivo

Dalla stessa figura emerge anche che l'annuncio del probabile aumento del Repo ad aprile ha in parte sorpreso il mercato, che ha reagito con un repentino aggiustamento dei rendimenti relativi alle scadenze superiori al mese. Si rileva anche come, nei giorni successivi, vi sia stata una piccola controtendenza dovuta alla perplessità che la crisi del debito di Portogallo e Irlanda e l'inizio

della guerra di Libia avrebbe forse convinto la BCE a procrastinare l'aumento del Repo.

## 2. La politica della liquidità della BCE

Nella riunione di giugno del Consiglio direttivo della BCE è stato riconfermato che la domanda di liquidità delle banche continuerà ad essere interamente soddisfatta a un tasso fisso. Questa modalità, che rimarrà in essere almeno fino all'11 ottobre 2011, riguarda non solo le operazioni di rifinanziamento principali (MRO), ma anche quelle di rifinanziamento "a scadenza speciale" (pari al periodo di mantenimento delle riserva obbligatoria), e quelle "a più lungo termine" (LTRO) a scadenza 1 e 3 mesi. Per evitare ogni incentivo a indebitarsi in presenza di aspettative al rialzo del Repo, il tasso delle operazioni a scadenza speciale sarà, però, lo stesso delle MRO prevalente nel periodo, mentre quello sulle operazioni a 3 mesi sarà pari al valore medio del Repo calcolato durante l'intera vita del rifinanziamento.

La decisione di continuare a soddisfare tutta la domanda di liquidità a tasso fisso si ispira a quello che Trichet ha chiamato *principio della separazione tra misure standard e non-standard*. A differenza di quanto si supponeva un paio d'anni fa – vale a dire che la BCE sarebbe prima tornata alle aste a offerta fissa e poi avrebbe ripreso la politica dei tassi – la Banca ha deciso di anticipare la manovra del Repo (da utilizzare ai fini del mantenimento dell'obiettivo della "stabilità dei prezzi nel medio periodo"), mantenendo nel contempo in vita anche le cosiddette misure "non-standard" sulla liquidità. A queste ultime, introdotte a suo tempo per contrastare la crisi finanziaria, rimane infatti il compito di compensare il funzionamento di alcuni mercati - o segmenti di mercato - non ancora tornati alla normalità. Questo duplice regime non è però destinato a continuare indefinitamente: il

procedimento sarà modificato quando ritenuto appropriato e tenendo presente che le misure non-standard adottate nel periodo di acuta crisi finanziaria sono per loro natura temporanee.

Le ragioni di questo duplice regime sono state spiegate anche nel numero di giugno della “Financial Stability Review”. In esso si sottolinea che dalla fine del 2010 il mercato interbancario risulta caratterizzato da due sviluppi contrastanti. Se da una parte le condizioni complessive di liquidità sembrano tornate a quelle tutto sommato accettabili della prima metà del 2010, dall’altra il mercato monetario risulta come polarizzato, con banche sotto “stress di liquidità” che dipendono pesantemente dal rifinanziamento dell’Eurosistema. Queste banche sarebbero fortemente penalizzate da un’ulteriore indebolimento delle misure non-standard perché - o per la loro particolare situazione, o a causa dei problemi dei titoli sovrani - hanno difficoltà a rifornirsi sull’interbancario.

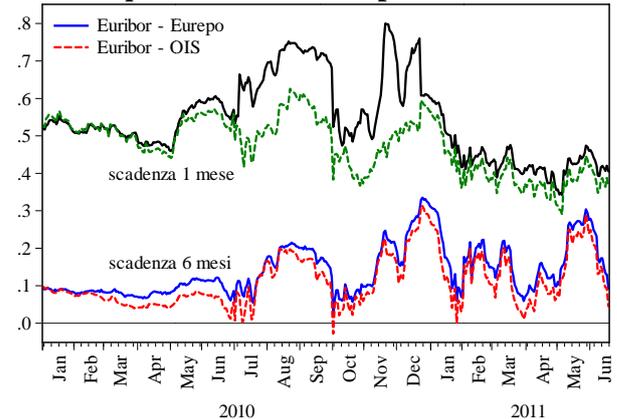
In ogni caso, a livello aggregato, la situazione di liquidità delle banche si sta normalizzando: nonostante il permanere delle modalità non-standard, l’importo del finanziamento è sceso perché si è ridotta la domanda. La liquidità in eccesso (depositi *overnight*) costa 50 bps e, in condizioni “normali”, non conviene detenerla.

In particolare, per quanto riguarda la più recente evoluzione del mercato interbancario e della liquidità delle banche, è stato osservato che:

- la scadenza delle operazioni di creazione di liquidità è tornata alla situazione precedente l’avvio della politica “non convenzionale” successiva al fallimento di Lehman Brothers;
- lo *spread* tra Euribor-Eurepo e Euribor-OIS si è ridotto a maggio-giugno di quest’anno, nonostante le preoccupazioni sui titoli del debito sovrano dei paesi in difficoltà (FIG.3);
- la domanda di rifinanziamento è diminuita, con la conseguenza che si è ridotta anche la

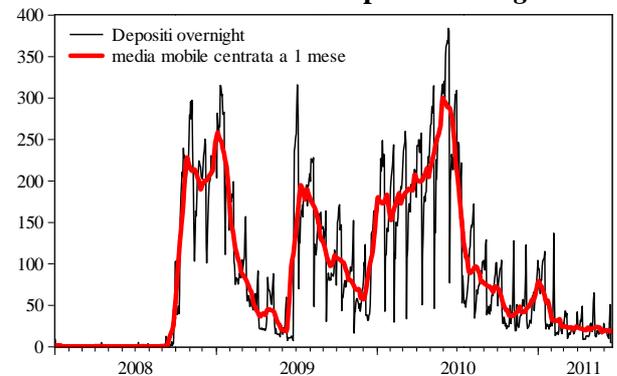
liquidità complessiva del sistema bancario; in particolare, l’ammontare dei depositi *overnight* presso l’Eurosistema è ormai nullo (FIG.4).

**FIG. 3: Spread Euribor-Eurepo e Euribor-OIS**



Fonte: Euribor e Eurepo.

**FIG. 4: L’andamento dei depositi *overnight***



Fonte: BCE; miliardi di euro

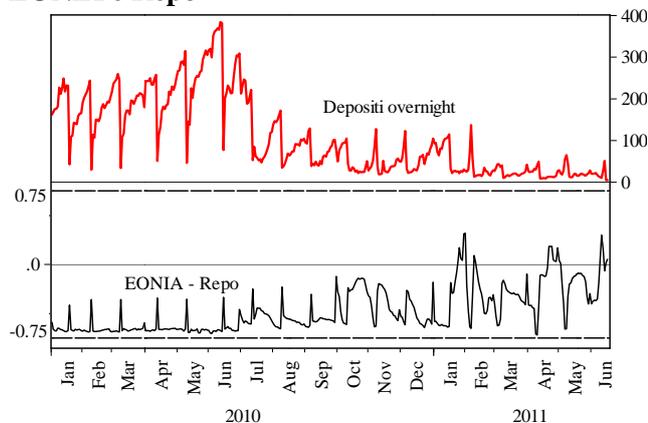
Questa diminuzione della liquidità ha fatto sì che i tassi a più breve scadenza - l’EONIA in particolare (che da molto tempo si situava nella zona inferiore del suo corridoio) - si siano riavvicinati al Repo (FIG.5), superandolo in certi giorni, mentre il volume dell’EONIA è rimasto stabile a 30-60 miliardi di euro. Contemporaneamente, è cresciuta l’attività di prestito nel segmento più breve del mercato interbancario non garantito: il tasso ufficiale sta

così riprendendo la sua usuale funzione segnaletica per i tassi del mercato monetario.

Di fronte a quest'evoluzione positiva, resta il fatto che diversi segni di tensione permangono nel mercato monetario, la cui attività risulta ancora piuttosto limitata.

Qualche ulteriore informazione sulla strategia della Banca Centrale Europea, anche di fronte alle periodiche crisi dei debiti sovrani, è presente nella Conferenza stampa del 9 giugno. Di particolare interesse è la risposta di Trichet a un giornalista che gli chiedeva se gli aumenti dei tassi ufficiali non creassero pressioni al debito di certi paesi. Secondo il Presidente della BCE, una politica di incrementi del Repo atta a mantenere bassa l'inflazione crea un clima di stabilità e fiducia che favorisce anche questi paesi, evitando che le aspettative inflazionistiche facciano lievitare i tassi a medio-lunga scadenza. Sembra quindi che nella sua manovra del Repo la BCE non dia particolare rilevanza al problema del debito sovrano, che invece - in accordo col principio della separazione tra misure standard e non-standard - va eventualmente affrontato col secondo tipo di strumenti.

**FIG.5: Depositi overnight e differenziale tra EONIA e Repo**



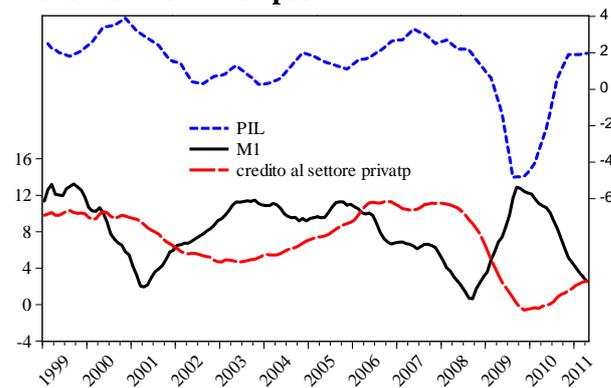
Fonte: BCE; depositi in miliardi di euro

**3. Gli aggregati monetari e i tassi bancari nella zona-Euro e in Italia**

La crescita della M1, la componente più liquida della moneta costituita in buona parte da depositi a vista, si sta rapidamente avvicinando ai suoi minimi storici. Nella zona-Euro questo movimento verso il basso ha infatti sempre caratterizzato le fasi di ripresa economica, al contrario del credito che si muove in sintonia con l'andamento del PIL reale (FIG. 6).

Sta anche aumentando la crescita della M3 che, confrontata con la decelerazione della M1, segnala l'esistenza di una stasi nella domanda dei depositi cui si contrappone una maggior domanda delle attività di mercato a breve che entrano nella definizione di M3. L'attuale crescita della M3 e del credito (FIG. 7) non è comunque tale da destare eccessive preoccupazioni inflazionistiche: sia quella della M3 (+2,0% ad aprile) che del credito (+2,6%) rimangono di gran lunga inferiori ai loro valori medi storici.

**FIG 6: Crescita annua del PIL reale, di M1 e del credito al settore privato**

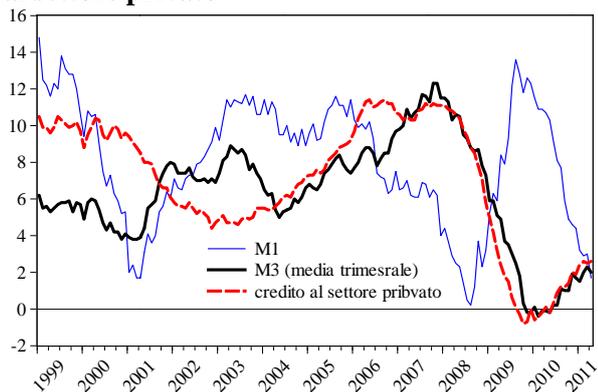


Medie mobili di tre mesi; fonte: BCE

Anche i prestiti bancari – che costituiscono la principale componente del credito – sono in leggera ripresa. I prestiti al settore privato crescevano infatti nella zona-Euro del 2,6% ad aprile, contro l'1,7% nell'ultimo trimestre dello scorso anno: l'incremento permane anche

considerando i valori corretti per l'effetto di cessioni e cartolarizzazioni (2,9% ad aprile contro 2,0% nell'ultimo trimestre 2010).

**FIG. 7: Crescita annua di M1, M3 e del credito al settore privato**



Fonte: BCE; per la M3 medie mobili di tre mesi.

La TAB. 2 mostra che la ripresa è generalizzata a quasi tutti i comparti, con l'eccezione dei prestiti a scadenza 1-5 anni delle imprese non finanziarie. L'incremento più forte riguarda comunque i mutui per abitazioni delle famiglie.

**TAB. 2: Crescita annua dei prestiti bancari nella zona Euro**

	2009	2010	2011 apr.
<b>Imprese non finanziarie</b>	<b>-2,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,0</b>
scadenza: fino a 1 anno	-13,1	-3,5	0,9
da 1 a 5 anni	-2,0	-2,3	-2,4
oltre 5 anni	3,7	2,2	2,2
<b>Famiglie</b>	<b>1,3</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>
credito al consumo	-0,2	-1,0	-0,6
mutui per abitazioni	1,5	3,7	4,4
altro	1,9	2,6	1,8

Fonte: BCE.

Questa tendenza alla ripresa degli impieghi bancari è ancor più forte in Italia (TAB.3), dove la crescita dei prestiti risulta superiore a quella del complesso della zona-Euro, sia per le imprese non finanziarie (3,3% ad aprile contro 1,0% nella

zona-Euro) che per le famiglie (3,8% contro 3,4%).

**TAB. 3: Crescita annua dei prestiti bancari in Italia**

data	Imprese non finanziarie				Famiglie consum.	Totale impieghi
	totale	medio grandi	piccole	di cui: famiglie prod.		
2009 dic.	-3,0	-3,5	-0,6	1,1	3,2	-0,7
2010 mar.	-2,9	-3,6	-0,2	1,4	3,8	-0,2
giu.	-1,8	-2,3	0,0	0,9	4,1	0,4
set.	0,1	-0,3	2,1	3,6	3,9	1,9
dic.	0,9	0,6	2,4	4,4	3,9	2,8
2011 apr.	3,3	3,4	2,9	4,8	3,8	3,4

Fonte: BdI.

Ulteriori elementi sull'attuale evoluzione del mercato creditizio si ricavano dagli indicatori qualitativi riportati nella "Bank Lending Survey" di aprile e relativi al primo trimestre del 2011.

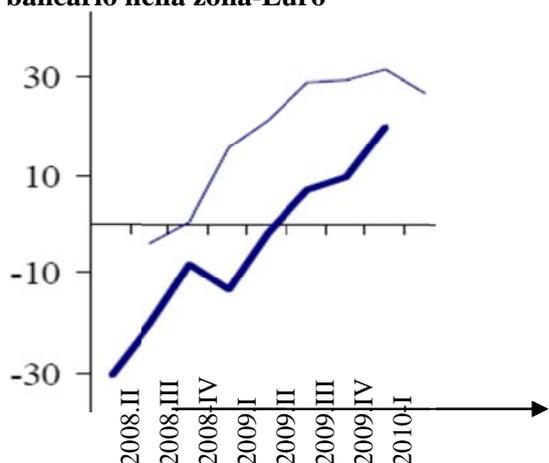
La prima informazione che se ne ricava è che la domanda di prestiti sta aumentando significativamente (FIG. 8). Ciò vale sia per i valori correnti che per le aspettative delle banche per il trimestre successivo (linea più sottile della figura), e in particolare sta crescendo la domanda per investimenti fissi, scorte e capitale circolante. Ne consegue che la dinamica dei prestiti bancari nel corso degli ultimi mesi del 2011 dovrebbe ulteriormente rafforzarsi, nonostante l'effetto depressivo dovuto all'incremento dei tassi d'interesse.

Quanto detto per l'aumento della domanda di credito presente nell'intera zona-Euro vale anche per l'Italia e riguarda tutte le tipologie di imprese; per le famiglie la tendenza non è invece omogenea e permangono alcuni elementi contraddittori.

Passando invece agli standard richiesti per la concessione del credito, la survey suggerisce che

nel primo trimestre del 2011 vi è stato qualche irrigidimento, più dovuto a problemi di liquidità e a condizioni di finanziamento delle banche che a problemi delle imprese.

**FIG.8: Incremento della domanda di credito bancario nella zona-Euro**



Fonte: BCE-Bank Lending Survey (saldo delle risposte + e -)

In ogni caso la *survey* segnala che a livello di zona-Euro si sono ridotti lo *spread* sui tassi medi e l'incidenza negativa per la clientela delle cosiddette "particolari clausole contrattuali". E' invece ancora cresciuto, e di molto, il margine sui prestiti più rischiosi. Inoltre sono in decelerazione i vincoli sull' "ammontare del prestito o della linea di credito" (in poche parole il razionamento), la richiesta di garanzie e gli oneri addizionali.

I risultati appaiono un po' diversi per l'Italia: sono aumentati i margini d'interesse sia sulla media dei prestiti sia, ancor più, sui prestiti più rischiosi (anche se meno che nel complesso della zona-Euro), mentre tutte le altre voci non segnalano nessun aumento.

L'evoluzione dei tassi praticati dalle banche della zona-Euro è riportata nella TAB. 4.

**TAB. 4: Tassi d'interesse bancari sulle nuove operazioni effettuate nella zona Euro**

Tassi d'interesse	Dic. 2010	Apr. 2011	Variatz.
<b>TASSI SULLA RACCOLTA</b>			
<b>Famiglie:</b>			
a vista	0,45	0,46	+0,01
fino a 1 anno	2,27	2,47	+0,20
1-2 anni	2,77	2,85	+0,08
oltre 2 anni	2,59	3,08	+0,49
<b>Imprese</b>			
a vista	0,50	0,61	+0,11
fino a 1 anno	1,19	1,57	+0,38
1-2 anni	2,56	2,62	+0,06
oltre 2 anni	2,60	2,93	+0,33
<b>Pronti contro termine</b>	1,07	1,30	+0,23
<b>TASSI SUI PRESTITI</b>			
<b>Imprese non finanziarie:</b>			
Aperture in c/c, sconti carte di debito	3,86	4,13	+0,27
Altri prestiti fino 1 mln €			
fino a 1 anno	3,50	3,78	+0,28
1-5 anni	4,18	4,56	+0,38
oltre 5 anni	3,86	4,23	+0,37
Altri prestiti oltre 1 mln €			
fino a 1 anno	2,59	2,80	+0,21
1-5 anni	2,82	3,52	+0,70
oltre 5 anni	3,51	4,27	+0,76
<b>Famiglie:</b>			
Aperture in c/c, sconti carte di debito	8,63	8,97	+0,34
Credito al Consumo:			
costo complessivo medio	6,89	7,23	+0,34
Mutui per abitazioni:			
costo complessivo medio	3,68	4,04	+0,36
<b>ALTRI TASSI</b>			
Repo	1,00	1,25	+0,25
Euribor a 3 mesi	1,02	1,32	+0,30
Eurepo a 3 mesi	0,61	1,06	+0,45
Eurirs a 2 anni	1,67	2,39	+0,72
Eurirs a 5 anni	2,54	3,12	+0,58
Eurirs a 10 anni	3,32	3,67	+0,35

Fonti: BCE, Euribor, Eurepo, Eurirs; nota: per le voci a vista, C/C, etc. il tasso si riferisce allo stock.

Da questa tabella emerge un incremento generalizzato dei tassi applicati a tutte le nuove operazioni, coerentemente a quanto accaduto ai mercati interbancari. L'aumento appare però molto modesto nel caso della raccolta a vista e, data la rilevanza che ha ancora questa forma di

raccolta, ciò dovrebbe favorire il margine d'interesse delle banche. D'altra parte, nel caso delle voci non a breve termine, occorre considerare che i tassi qui riportati riguardano le nuove operazioni e non le consistenze: vanno quindi considerati sia l'ammontare delle scadenze, sia la percentuale delle indicizzazioni. In particolare, nel caso di banche italiane con obbligazioni in scadenza, rimane il problema di un aumento dello *spread* su questi titoli riconducibile all'aumento del differenziale BTP-Bunt, all'andamento del *rating* e al costo dei collocamenti.

#### 4. Le prospettive dei tassi d'interesse nella zona-Euro

E' ormai dallo scorso marzo che la BCE sostiene che nella zona-Euro vi sia una situazione di pericolo per la stabilità dei prezzi.

In effetti, sia le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema (TAB. 5) sia l'andamento di alcuni importanti indicatori economici (TAB. 6) mostrano un deterioramento della situazione rispetto ai valori dello scorso anno; anche se la crescita delle variabili monetarie, a differenza di quanto accaduto nei due precedenti episodi inflazionistici, rimane tuttora coerente con la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

**TAB. 5: Proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema per l'area-Euro**

data della proiezione:	inflazione		PIL	
	2011	2012	2011	2012
2/12/2010	1,3-2,7	0,7-2,3	0,7-2,1	0,6-2,8
3/3/2011	2,0-2,6	1,0-2,4	1,3-2,1	0,8-2,8
9/6/2011	2,5-2,7	1,1-2,3	1,5-2,3	0,6-2,8

Fonte: BCE; variazioni percentuali; medie annue

Tenendo presente che con tutta probabilità il Repo verrà portato all'1,5% a luglio e che Trichet a marzo aveva comunicato che l'aumento dei tassi

non sarebbe stato continuo come nel 2006, si può immaginare per il secondo semestre di quest'anno un ulteriore aumento del Repo di 25 bps, che non dovrebbe avvenire prima di ottobre (e che porterebbe il Repo all'1,75%), e, forse, un altro a dicembre. Una nostra stima econometrica suggerisce che se i principali indicatori economici rimanessero fermi ai loro valori di giugno, a dicembre il tasso sarebbe probabilmente di 1,75 punti con un intervallo di confidenza di +/- 25 bps. Questi valori non sono in contraddizione col rendimento del future sull'Euribor a 3 mesi rilevati il 27 giugno 2011: 1,68 per la consegna di settembre e 1,77 per quella di dicembre.

**TAB. 6: Alcuni dei principali indicatori della zona-Euro per la politica monetaria**

<i>Valori disponibili al momento delle riunioni</i>	2010 Mag.	2011 Feb.	2011 Giu.
Inflazione	1,50	<b>2,40</b>	<b>2,70</b>
ΔPrezzi alla produzione	0,90	<b>5,30</b>	<b>6,70</b>
Prezzo petrolio (EUR)	64,00	<b>72,60</b>	<b>79,80</b>
ΔPrezzo petrolio (EUR)	64,10	34,44	29,55
Cambio \$/€	1,34	1,34	1,44
ΔCambio \$/€	1,64	<b>-6,39</b>	14,20
ΔPIL	-2,20	<b>1,90</b>	<b>2,50</b>
ΔProd. Industriale(*)	0,10	<b>6,87</b>	6,47
ΔProd. Manifattur. (*)	0,20	<b>7,23</b>	<b>8,07</b>
Indice di Fiducia Eurocoin	100,60	<b>106,50</b>	105,50
ΔM1	0,67	0,48	<b>0,62</b>
ΔM3 (media 3 mesi)	10,90	4,40	1,70
ΔPMI	-0,10	<b>1,60</b>	<b>2,10</b>
ΔPFI	-0,20	<b>1,90</b>	<b>2,60</b>
Euribor-Eurepo (1m)	0,05	0,12	0,12
<i>Aspettative (SPF)</i>			
Inflazione fra 1 anno	1,40	<b>1,80</b>	<b>1,90</b>
Inflazione fra 2 anni	1,70	<b>1,80</b>	<b>1,90</b>
Inflaz. a medio periodo	1,90	<b>2,00</b>	2,00
ΔPIL fra 1 anno	1,40	1,40	<b>1,60</b>
ΔPIL fra 2 anni	1,60	<b>1,80</b>	1,80
ΔPIL a medio periodo	1,80	<b>1,90</b>	1,90

Ultimi valori disponibili alle date indicate; Δ = variazione percentuale annua; in grassetto: maggior contenuto inflazionistico; (\*) = media ultimi tre mesi; Fonte: BCE, Euribor, Eurepo.

Considerando che nello stesso giorno il valore

dell'Euribor a un mese era di 1,311 (comprensivo di un rateo di 16 bps per l'aumento del Repo di luglio) si può stimare per differenza che l'aumento atteso del Repo da luglio a ottobre sia di 25 bps, mentre ci sarebbe circa il 50% di probabilità di un altro aumento a fine anno.

A risultati sostanzialmente analoghi si arriva utilizzando le previsioni di consensus raccolte da *bfinance*, specialmente qualora si considerino i valori mediani delle previsioni sul Repo (TAB. 7). Quanto detto suppone, ovviamente, che il passaggio della presidenza della BCE da Trichet a Mario Draghi non muti l'impostazione di politica monetaria della BCE. In effetti, l'attuale regola seguita dal Consiglio direttivo di "un uomo un voto" fa sì che, come nel caso del passaggio da Duisenberg a Trichet, la politica non subirà mutamenti.

**TAB. 7: Previsioni di consensus raccolte da *bfinance***

	Repo		Euribor		tasso decennale	
	ago	nov	ago	nov	ago	nov
Media	1,44	1,69	1,72	1,97	3,53	3,65
Mediana	<b>1,50</b>	<b>1,75</b>	<b>1,73</b>	<b>2,00</b>	<b>3,50</b>	<b>3,60</b>
Minimo	1,25	1,50	1,35	1,60	3,40	3,50
Massimo	1,75	2,00	2,10	2,40	3,70	3,90
n.intervistati	10	10	10	10	9	9

Fonte: *bfinance*; dati del 6 giugno 2011

Le previsioni di consenso presuppongono anche che la BCE non cambi la sua politica del tasso in risposta al riacutizzarsi della crisi sul debito sovrano, che proprio da qualche settimana si è aggravata anche in seguito all'ulteriore *downgrade* del *rating* della Grecia e alla lentezza in alcune decisioni sugli aiuti da fornire all'economia ellenica (oltre alla minaccia per il *rating* italiano da parte di Moody's e Standard & Poor's). Questo problema, che coinvolge ovviamente anche l'Italia, ha fatto salire a 222 bps il differenziale fra il rendimento dei BTP

decennali e i bund tedeschi, e ha provocato un ulteriore deprezzamento dell'euro rispetto al franco svizzero (FIG.9).

**FIG. 9: Il cambio franco svizzero/euro nel 2011**



Fonte: BCE

La nostra ipotesi è che per quanto concerne il problema del debito la BCE continui ad attivare il *Securities Market Programme* (SMP) di acquisto di titoli di Stato, la cui creazione di liquidità viene poi sterilizzata attraverso operazioni di *fine-tuning*, senza impatti sui tassi e senza modificare la politica del Repo.

## 5. L'attuale politica della Fed

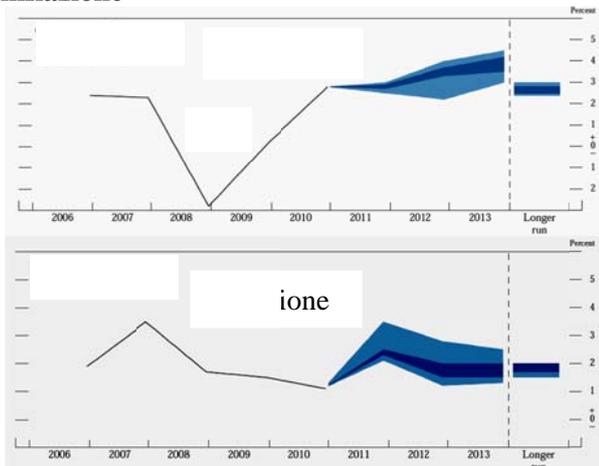
A differenza della BCE, la Banca Centrale Americana, che un anno fa sembrava potesse anticipare la BCE nel ritorno alla politica monetaria tradizionale, sta invece proseguendo nella sua politica "quantitativa" di "tasso zero" e di elevata liquidità bancaria, iniziata alla fine del 2008.

Nell'ultima riunione del FOMC (22 giugno 2011), al fine di accelerare la ripresa economica e mantenere un'inflazione coerente col suo mandato, il Comitato ha infatti deciso che:

- la fascia obiettivo del *federal funds rate* rimane a 0-0,25%;

- la politica di tassi “eccezionalmente bassi” proseguirà per un periodo prolungato di tempo: è infatti previsto che le attuali condizioni dell’economia USA, contrassegnata da bassa capacità utilizzata e contenuta inflazione di medio periodo, permarranno nel futuro. In ogni caso il Comitato continuerà a prestare molta attenzione all’evoluzione dell’inflazione corrente e attesa;
- verrà completato a fine giugno il programma QE2 (annunciato il 3 novembre dello scorso anno) di acquisto di 600 miliardi di dollari in titoli del Tesoro a lungo termine, al ritmo di circa 75 miliardi al mese, e il Comitato manterrà la sua attuale politica di reinvestire l’ammontare dei titoli scaduti e rimborsati. Il Comitato rivedrà regolarmente l’ammontare e la composizione dei titoli in portafoglio, coerentemente con gli obiettivi di massima occupazione e stabilità dei prezzi.

**FIG. 10: Le previsioni della Fed su crescita e inflazione**



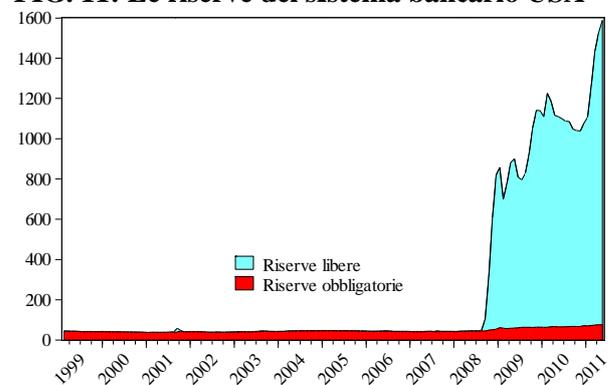
Fonte: Fed<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Le aree colorate indicano l’intervallo in cui cadono le previsioni di PIL e inflazione con riferimento al periodo 2010-2013.

Il FOMC ha inoltre sottolineato che gli attuali indicatori suggeriscono una continuazione della ripresa economica - anche se a un passo più lento di quanto anticipato – soprattutto con riferimento al mercato del lavoro. Continua invece l’espansione della spesa delle famiglie e degli investimenti fissi delle imprese, mentre rimangono deboli gli investimenti in immobili non residenziali e il mercato delle abitazioni. E’ anche scontato che l’attuale aumento dell’inflazione sia transitorio e dovuto all’aumento del prezzo delle materie prime (FIG. 10).

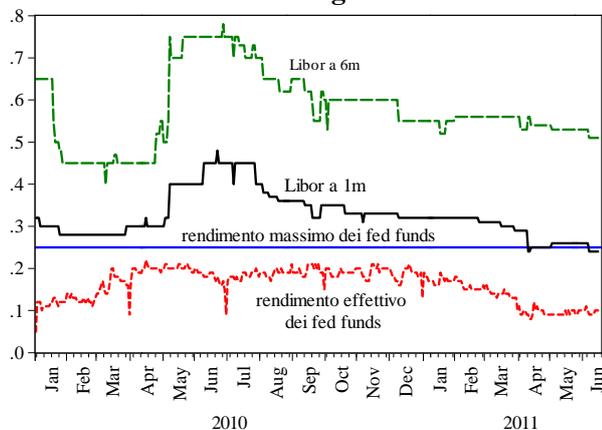
Questa politica, volta a mantenere basso il tasso ufficiale ed elevata la liquidità (FIG.11), sta avendo un effetto particolarmente incisivo sui tassi di mercato americani.

**FIG. 11: Le riserve del sistema bancario USA**



Fonte: Fed; miliardi di dollari.

Sia il rendimento effettivo dei Fed funds che il Libor rimangono a livelli storicamente molto bassi (FIG.12), ed entrambi ben inferiori ai corrispondenti rendimenti della zona-Euro (EONIA e Euribor).

**FIG. 12: I tassi a breve negli USA**


Fonte: Fed

## 6. La gestione della liquidità da parte della banca centrale americana

Come ha spiegato lo stesso Bernanke in una Testimonianza al Congresso tenuta lo scorso anno, la risposta della Fed alla crisi può essere divisa in due parti: quella per combattere la crisi finanziaria vera e propria e quella per combattere la recessione.

La prima si riferisce alla fase iniziale della crisi - cioè dall'agosto 2007 alla fine del 2008/inizio del 2009 - contrassegnata da panico finanziario e disfunzioni nei mercati: molti debitori privati in crisi di liquidità faticavano a ottenere prestiti a breve termine, con grave pericolo per la stabilità finanziaria e il normale funzionamento del credito bancario. In questa situazione la Fed, oltre a contribuire al salvataggio di grossi istituti, in qualità di prestatore di ultima istanza ha sviluppato diversi programmi *ad hoc* (la Term Auction Facility, TAF, è stata la prima), con cui fornire credito, soprattutto a breve, al settore finanziario per stabilizzarlo e far ripartire l'erogazione del credito alle famiglie e alle imprese. Una volta superata la fase di emergenza, tali programmi (MMIFF, AMLF, CPFF, PDCF, TSLF, TAF, etc.), sono diventati inutili o non più convenienti, e smantellati entro il primo trimestre

2010. Nel contempo sono state anche normalizzate le condizioni delle tradizionali operazioni di sconto effettuate tramite le *discount windows*, che erano state rese più permissive durante la crisi finanziaria: la durata massima è stata riportata da 90gg all'*overnight* mentre è stato rialzato lo *spread* tra il loro tasso e quello dei *federal fund rate*.

La seconda parte della risposta della Fed alla crisi è stata invece dedicata ai provvedimenti anti-recessione. Dopo aver portato il tasso ufficiale quasi a zero, il FOMC ha fornito un addizionale stimolo di politica monetaria mediante un acquisto su larga scala di titoli del Tesoro, *agency mortgage-backed securities* (MBS) e *agency debt*. In conseguenza a questo le condizioni dei mercati ipotecari e di altri mercati del credito privato sono migliorate, mentre sono state esercitate pressioni al ribasso sui tassi dei Treasury bonds e sui prestiti a lungo termine e i relativi *spread*. L'ultima fase, appena conclusa, è stata quella di un acquisto di 600 miliardi di \$ di titoli di stato a lunga, che ha creato ulteriore liquidità e contrastato la crescita dei redimenti a lunga scadenza.

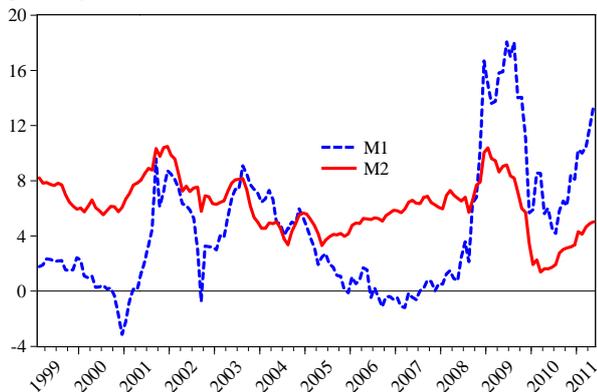
## 7. Il futuro riassorbimento della liquidità bancaria americana

In risposta alla ripresa economica ormai in atto occorrerà rendere le condizioni di politica monetaria più stringenti per evitare l'insorgere di spinte inflazionistiche; sinora l'enorme creazione di liquidità non ha avuto effetti pericolosamente espansivi né sul credito bancario (TAB. 8) (in ripresa dopo un lungo periodo di andamenti negativi), né sulla crescita degli aggregati monetari. In particolare, la variazione annua della M2 risulta tuttora inferiore alla sua media storica (FIG. 13).

**TAB. 8: Crescita annua dei prestiti bancari negli Stati Uniti**

	Totale	imprese non finanziarie	prestiti ipotecari	carte di credito	altri prestiti
2006	10,0	13,9	10,4	4,0	11,8
2007	10,2	18,3	6,8	7,0	19,3
2008	2,7	10,4	-0,6	4,4	2,4
2009	-9,6	-16,5	-5,3	-6,2	-22,8
2010-I	-13,5	-23,7	-10,7	-13,5	-17,0
2010-II	-9,3	-19,5	-7,8	-14,9	-1,9
2010-III	-7,4	-13,4	-5,9	-11,7	-5,6
2010-IV	-4,2	-4,0	-5,5	-10,7	2,9
2011-I	-2,7	0,2	-3,8	-8,8	4,7
2011 apr	1,3	11,4	-8,4	-1,6	30,7
2011 mag	0,6	11,1	-6,3	0,4	14,4

Fonte: Fed

**FIG. 13: La crescita annua della moneta negli Stati Uniti**


Fonte: Fed

Gli strumenti a disposizione della Fed per indurre uno *stance* restrittivo sono numerosi, ma possono essere convenientemente ripartiti in tre gruppi:

- incentivi per mantenere le riserve libere presso la Fed;
- incentivi a trasformare le riserve libere in un'altra passività "non liquida" della Fed;
- vendita di titoli giacenti nel portafoglio della Fed e/o non rinnovo di quelli in scadenza.

Nel caso (a) lo stato patrimoniale della Fed rimane inalterato, mentre nel caso (b) cambia la

composizione dell'attivo ma non il suo totale; le operazioni del tipo (c) riducono invece dello stesso importo sia l'attivo che il passivo oltre a cambiarne la composizione.

Appartiene al primo gruppo la manovra della remunerazione delle riserve bancarie (comprese quelle eccedenti), che, autorizzata dal Congresso nell'ottobre 2008, è uno strumento per regolare i tassi del mercato monetario. Aumentando i tassi, inoltre, le banche sono incentivate a mantenere le loro riserve presso la Fed.

Il secondo gruppo contiene invece l'offerta alle istituzioni depositanti di *depositi a tempo*, simili ai certificati di deposito che le stesse offrono alla loro clientela. Ovviamente il loro rendimento dovrà essere concorrenziale a quello degli altri strumenti del mercato monetario.

Nel terzo gruppo confluiscono gli ulteriori strumenti sviluppati dalla Fed per ridurre l'enorme ammontare di liquidità detenuta dalle banche e, di conseguenza, anche i fondi che affluiscono sul mercato monetario, ripristinando così una più stretta correlazione tra l'interesse pagato sulle riserve e gli altri tassi a breve. A questo scopo la Fed sta già provvedendo ad allargare il numero delle controparti (tra cui i fondi monetari), con cui effettuare operazioni temporanee al di là dei *primary dealers*; sta inoltre sviluppando l'infrastruttura necessaria per usare le agency MBS come collateral di queste operazioni.

E' opinione di Bernanke che l'impiego delle operazioni temporanee di assorbimento e di depositi a tempo dovrebbe consentire alla Fed, se necessario, di drenare in breve tempo centinaia di miliardi di dollari di riserve dal sistema bancario. Va infine ricordato che alla Fed rimane sempre la possibilità di vendere (a titolo definitivo) titoli in portafoglio o non rinnovare quelli in scadenza.

### 3. IL QUANTITATIVE EASING 1 E 2: UNA VALUTAZIONE D'INSIEME♦

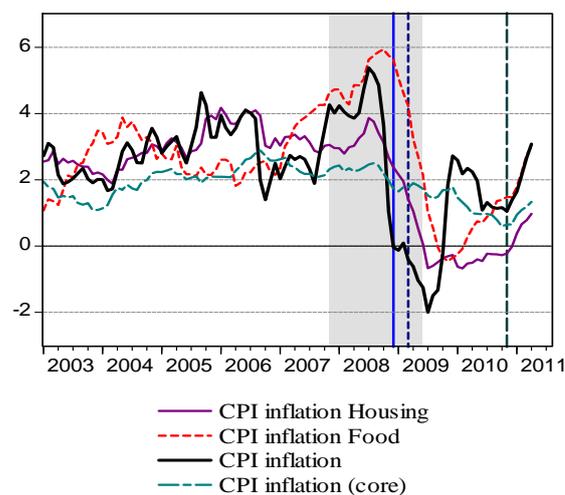
A differenza della Banca Centrale Europea, che persegue l'unico obiettivo della stabilità dei prezzi, il *Federal Reserve Act* impone che la Fed raggiunga gli obiettivi di massima occupazione, stabilità dei prezzi e moderazione dei tassi di interesse a lungo termine. L'adozione e la valutazione dell'efficacia di una politica di *Quantitative Easing* (QE) – inaugurata all'indomani dello scoppio della crisi finanziaria globale e rinnovata sul finire del 2010 – deve pertanto essere letta alla luce di questo mandato.

#### 1. La politica monetaria USA durante la Grande Recessione

Sotto il profilo monetario possiamo dividere l'ultima recessione in due fasi. Nella prima – che interessa gran parte del 2008 – la Fed ha contrastato la debolezza congiunturale in modo convenzionale, attraverso una decisa serie di riduzioni del tasso di riferimento di politica monetaria, il *policy rate*. Nella seconda – che inizia nel 2009 – la Fed adotta per la prima volta una strategia monetaria non convenzionale (*Quantitative Easing 1*, QE1), fondata su una notevolissima crescita della dimensione del proprio bilancio. In questa seconda fase, la Fed reagisce alle notevoli ripercussioni reali indotte dalla crisi finanziaria mediante l'attuazione di interventi di espansione della massa monetaria di notevole entità, che si manifestano contestualmente a una diminuzione del tasso di inflazione. E' infatti del tutto evidente (FIG. 1) come – durante la recessione (indicata con la regione di color colore grigio, che identifica il periodo Dicembre 2007- Giugno 2009) – verso la fine del 2008 si manifesti una forte caduta del tasso di crescita del livello dei prezzi.

La prima linea verticale (in grassetto, blu) corrisponde al mese di Dicembre 2008, quando il FOMC annuncia che gli analisti della banca centrale stavano valutando i benefici potenziali derivanti dall'acquisto di *Treasury securities* a lunga scadenza. Questa decisione è maturata alla luce della persistente debolezza della congiuntura reale, le cui prospettive di ripresa si erano decisamente deteriorate a seguito del manifestarsi dello spettro della deflazione. Il comunicato del FOMC escludeva infatti pressioni inflazionistiche nel medio termine. Il FOMC prevedeva un tasso d'inflazione moderato e in riduzione, anche a causa del declino del prezzo degli energetici. La seconda linea verticale (punteggiata, blu scuro) individua il momento operativo in cui prende l'avvio QE1, mediante la prima ondata di acquisto di titoli del Tesoro USA, nel Marzo 2009. La terza, e ultima, linea verticale (tratteggiata, verde scuro) corrisponde all'inizio del QE2 (Novembre 2010).

**FIG. 1: USA: tasso di inflazione (varie misure) (Gennaio 2003 -Aprile 2011)**

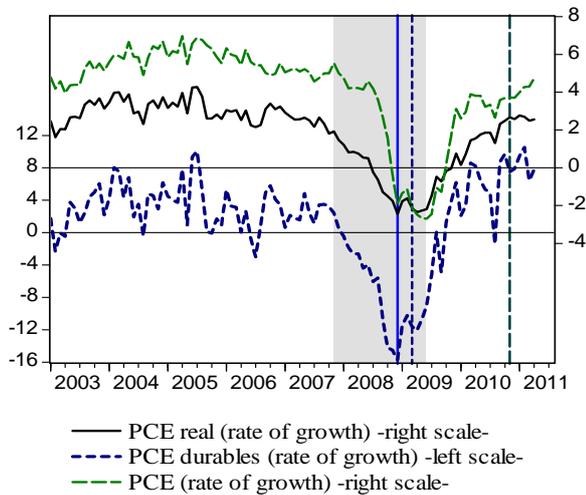


Fonte: FRED Economic Data, Fed of St Louis. La *core inflation* è calcolata sui prezzi al consumo ad esclusione dei prezzi dei generi alimentari e dei prodotti energetici.

♦ A cura di Matteo Modena.

Uno sguardo alla FIG. 2 – che riporta il tasso di crescita della spesa per attività di consumo – permette di capire che la dinamica dei prezzi è stata per lo più guidata dal crollo della domanda dei beni di consumo, in particolare dei beni di consumo durevole (linea punteggiata, blu), che sembra essersi interrotta con il semplice annuncio di QE1 (Dicembre 2008).

**FIG. 2: Tasso di crescita della spesa per consumi**

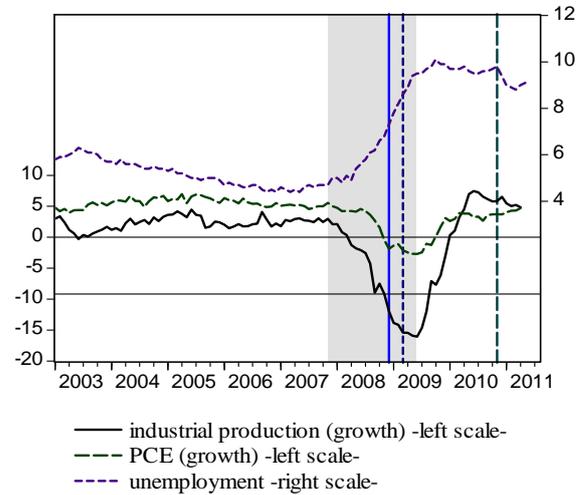


Fonte: FRED Economic Data, Fed of St Louis.

Il tasso di crescita<sup>1</sup> della produzione industriale (FIG. 3) ha subito una contrazione addirittura più importante rispetto alla spesa per consumi. Ciò spiega l'impennata del tasso di disoccupazione a partire dalla primavera del 2008. La crescita della disoccupazione segue un trend quasi perfettamente lineare durante l'intera fase recessiva, che porta lo stesso indicatore ad abbattere la barriera del 10% .

<sup>1</sup> Si prendono in considerazione i tassi di crescita delle variabili reali. L'applicazione di filtri (Kalman, Hodrick-Prescott, Baxter-King) restituisce indicazioni analoghe di ciclo economico. E' tuttavia possibile che il ciclo ottenuto con serie filtrate sia leggermente ritardato sull'asse temporale.

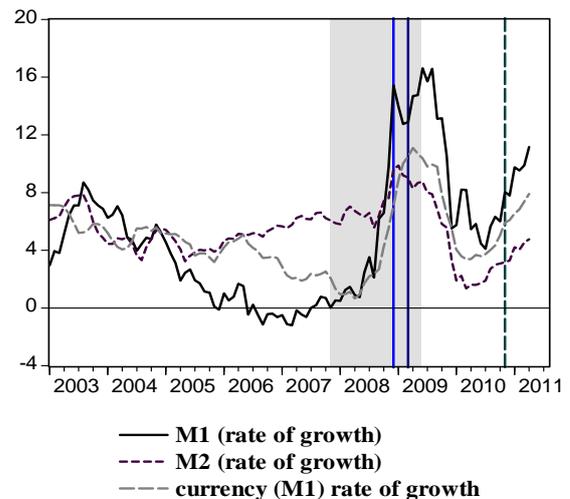
**FIG. 3: Produzione industriale, spesa per consumi e tasso di disoccupazione**



Fonte: FRED Economic Data, Fed of St Louis.

Per contrastare tali andamenti la Fed dà l'avvio a una forte crescita dei saldi monetari nominali (FIG. 4), già a partire dal secondo semestre del 2008. L'attuazione del QE1 (Marzo 2009) rafforza un trend già esistente e affianca l'acquisto di *mortgage-backed securities* già in atto.

**FIG. 4: Stock di moneta (tasso di crescita su base annua)**



Fonte: FRED Economic Data, Fed of St Louis.

L'espansione del bilancio della banca centrale diventa così uno strumento di politica monetaria, avente l'obiettivo di stimolare sia il mercato del credito sia l'attività reale.

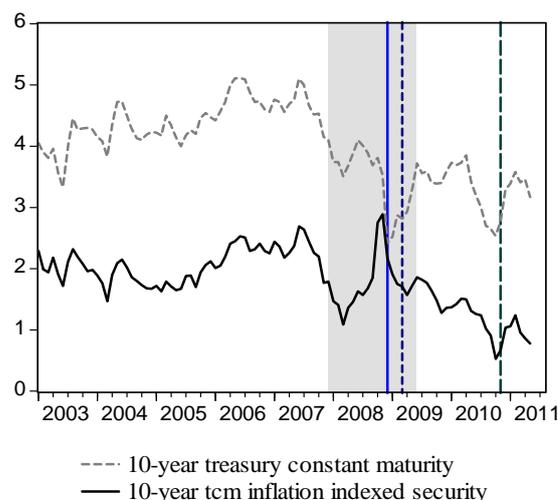
Tra la fine della recessione (Giugno 2009) e l'inizio del QE2 (Novembre 2010), il tasso di crescita degli aggregati monetari rimane – nonostante l'evidente riduzione – positivo.<sup>2</sup> In modo per certi versi inatteso, i tassi d'interesse nominali a lungo termine non sono invece diminuiti (nell'immediato) a seguito degli annunci delle manovre di QE<sup>3</sup> (FIG. 5). Il diagramma

<sup>2</sup> Accanto al fenomeno di *quantitative easing*, Buiter ha individuato un effetto di *qualitative easing*, ossia una modifica della composizione del bilancio della banca centrale; in particolare, egli ha evidenziato che sono confluiti nel bilancio dell'autorità monetaria strumenti più rischiosi, *alias* meno liquidi, di quelli tradizionalmente presenti nell'attivo di bilancio. Analoghe azioni sono state intraprese in altri paesi. In Italia, in aggiunta ai cosiddetti *asset swaps* tra banche e Banca d'Italia, il decreto 157 del 2008 ha permesso alle banche di scambiare passività di nuova emissione con titoli di stato. Il rilassamento monetario è, inoltre, stato accompagnato da stimoli di diversa natura. In Italia, ad esempio, il decreto 155 del 2008 (poi convertito in legge) prevede che il Tesoro possa sottoscrivere aumenti di capitale delle banche in difficoltà laddove la situazione d'inadeguatezza patrimoniale venga accertata dalla Banca d'Italia (Draghi, 2009). Le azioni eventualmente sottoscritte dal Tesoro erano senza diritto di voto ma garantivano un privilegio nella distribuzione dei dividendi. Tale sottoscrizione sarebbe avvenuta, però, a condizione che fosse avviato un piano di risanamento vagliato dalla Banca d'Italia, e quindi venisse attuato un processo di ristrutturazione e riorganizzazione interna degli istituti emittenti al fine di rafforzarne la solidità patrimoniale. Un successivo decreto (il 185 del 2008) ha previsto che lo Stato possa sottoscrivere strumenti finanziari emessi da banche al fine di consentire alle stesse di rafforzare la situazione patrimoniale. Tali emissioni avrebbero incrementato il *core tier I*, ossia il patrimonio di vigilanza di qualità primaria.

<sup>3</sup> Thornton (2009) in realtà mostra come nei giorni immediatamente successivi all'annuncio (18 Marzo 2009), vi sia una riduzione dei tassi a lunga di qualche *bps*. Tale effetto scompare, però, nelle settimane successive. A fine Aprile 2009 la struttura a termine dei

mostra chiaramente che il tasso d'interesse sull'obbligazione con scadenza 10 anni (linea punteggiata grigia) conosce un trend al rialzo nei mesi successivi le delibere del FOMC (relative a QE1 e QE2).

**FIG. 5: Tassi d'interesse a 10 anni**



Fonte: FRED Economic Data, Fed of St Louis.

Questa prima osservazione sembrerebbe suggerire che l'obiettivo di stimolare la crescita attraverso la riduzione dei tassi a lunga non sia stato raggiunto – alla luce del fatto che i tassi a lunga sembrano aver seguito dinamiche proprie e indipendenti dalle politiche di QE. In realtà, sia nel corso del 2009 che durante il 2010 – a distanza di qualche mese dall'annuncio riguardante QE1 e QE2 – i tassi d'interesse a lungo termine si sono effettivamente ridotti. Che cosa dunque è accaduto ai tassi a lungo termine a seguito dei programmi di QE? Per fornire una prima risposta a questo interrogativo si può tornare alla FIG. 1, dove si nota che nel 2010 c'è stata una riduzione dell'inflazione dei prezzi al consumo (CPI e *core-CPI*). Ciò consentirebbe di legare la dinamica dei tassi a lunga al premio per il rischio (richiesto dai

tassi di interesse è sovrapposta, o addirittura sovrasta, quella immediatamente successiva l'annuncio.

partecipanti al mercato per spostarsi sulla parte più lunga della curva dei rendimenti) piuttosto che agli stimoli quantitativi. Un tema su cui ritorneremo nei paragrafi successivi.

## 2. Politica monetaria e *quantitative easing*: novità o *deja vu*?

Il QE si distingue da strategie ordinarie di espansione della massa monetaria, o da operazioni di monetizzazione dei disavanzi di bilancio, per il dichiarato obiettivo di incidere sulle condizioni di offerta dei titoli obbligazionari a lunga scadenza al fine di influenzarne il prezzo, e quindi, il saggio di rendimento.

Il QE non è un fenomeno monetario del tutto nuovo. Swanson (2011), infatti, evidenzia le analogie tra gli effetti del recente QE2 e le *Operation Twist* (o *Operation Nudge*) condotte, durante l'amministrazione Kennedy negli anni '60. In tale circostanza la politica monetaria si propose l'obiettivo di ridurre i tassi a lungo termine, lasciando invariati (o addirittura aumentando leggermente) i tassi a breve<sup>4</sup>. Il duplice obiettivo era sostenere la domanda aggregata per avviare la ripresa economica (abbassando i tassi a lunga) ed evitare squilibri di bilancia dei pagamenti e tensioni sugli accordi di cambio di Bretton Woods (mantenendo immutati i tassi a breve). Dopo aver argomentato che QE2 e *Operation Twist* hanno una dimensione equiparabile, Swanson (2011) stima che l'effetto di QE2 sui tassi a lunga dovrebbe aggirarsi attorno ai 15 bps, mentre sui *corporate bonds* (AAA, BAA) la diminuzione è sicuramente inferiore. Il risultato poc'anzi discusso è molto contenuto se raffrontato ad altre recenti stime.

<sup>4</sup> Meulendyke (1998) evidenzia che a fronte di un acquisto di 8.8 mld \$ di obbligazioni a lungo termine vi fu una vendita di 7.4 mld \$ di *Treasury bills* (obbligazioni a breve termine).

Attraverso quali canali una strategia di QE risulta essere efficace? Bernanke e Reinhart (2004) – così come Bernanke *et al.* (2004) – evidenziano tre canali (o meccanismi di trasmissione) attraverso cui la strategia QE possa risultare efficace qualora il tasso d'interesse di *policy* sia stabilmente vicino a zero.

Il primo è legato a un tipico effetto di portafoglio. Se la liquidità non è considerata sostituibile con altre attività finanziarie, gli agenti riallocano la ricchezza disponibile alla ricerca del rendimento più elevato. Ad esempio, l'annuncio di un'operazione di mercato aperto (che aumenti lo *stock* di moneta in circolazione e riduca l'offerta di titoli) induce gli agenti a ribilanciare il proprio portafoglio sostituendo moneta con titoli. Il conseguente incremento del prezzo dell'obbligazione è associato al movimento di segno contrario del tasso d'interesse.

Il secondo canale agisce attraverso la cosiddetta monetizzazione del disavanzo ed è, pertanto, di natura fiscale. Se protratto nel tempo, il rilassamento monetario è percepito come una riduzione (presente e/o futura) della pressione fiscale.<sup>5</sup> In un simile contesto la domanda aggregata è stimolata grazie ad un incremento della spesa per consumi.

Infine, il terzo canale passa attraverso i meccanismi di formazione delle aspettative. Se l'obiettivo dell'autorità monetaria è promuovere la crescita mantenendo il *policy rate* a valori estremamente bassi, gli agenti si aspettano che nel futuro – e sino al raggiungimento di condizioni congiunturali migliori – il tasso di interesse di riferimento non diverga dal *target* (zero).

Peraltro, non va dimenticato – come sottolineato da Doh (2010) e Thornton (2009) – che la possibilità che *Large-Scale Asset Purchases*

<sup>5</sup> Tale effetto non sussiste in un'economia ricardiana pura, cioè dove vale il teorema di equivalenza.

(*LSAP*) siano in grado di modificare i tassi a lunga richiede il mancato soddisfacimento della teoria delle aspettative.<sup>6</sup> Solo in caso di mercati segmentati (o in caso di *preferred-habitat*<sup>7</sup>) la riduzione dell'offerta di titoli del debito pubblico (sulla parte lunga della curva) è in grado di abbassare il premio per il rischio, e quindi i tassi d'interesse. I risultati del modello sviluppato da Doh (2010) indicano che la riduzione dei premi per il rischio sui titoli a lunga, determinato dagli acquisti da parte della Fed, dipende (in modo direttamente proporzionale) dall'avversione al rischio degli arbitraggisti.

### 3. Politica monetaria e *quantitative easing*: una stima degli effetti

Si presentano ora alcune stime circa l'effetto degli acquisti della Fed sui tassi di interesse. Gagnon *et al.* (2010, 2011) utilizzano un approccio *event-study*, ossia una metodologia che permette di catturare gli effetti di un fenomeno a date arbitrariamente selezionate, e stimano l'effetto cumulato degli acquisti della Fed sui tassi a lunga. I risultati indicano una (duratura) riduzione dei premi per il rischio a lungo termine tra 30 e 100 *bps*. In precedenza Stroebel e Taylor (2009), dopo

aver controllato per opportuni fattori di rischio, avevano mostrato come l'acquisto di *mortgage-backed securities* non avesse generato una significativa riduzione degli *spreads* su tassi dei finanziamenti<sup>8</sup>.

D'Amico e King (2010) stimano l'effetto di *LSAP* (in occasione del QE1) sui tassi a lunga distinguendo due componenti. Un primo effetto "di flusso" che è immediato e si manifesta in concomitanza dello svolgimento delle singole operazioni di mercato aperto. Le stime sulle variazioni di prezzo dei *bonds* a seguito di *LSAP* implicano mediamente una riduzione di 3.5 *bps* dei tassi sul settore obbligazionario interessato dall'operazione di acquisto. Un secondo effetto concerne invece la riduzione dei tassi a seguito della riduzione permanente dell'offerta dei titoli obbligazionari ("*stock effect*"). L'effetto totale stimato è un abbassamento della parte lunga della *yield curve* di circa 50 *bps*; una porzione (probabilmente 25 *bps*) di questo movimento potrebbe aver avuto luogo prima dell'operatività effettiva dell'autorità monetaria, ossia quando il mercato è diventato consapevole dell'intenzione della Fed di intervenire con decisione. Hamilton e Wu (2010) stimano in circa 13 *bps* la riduzione conseguente a un programma di acquisto di *Treasury Securities* di 400 mld \$ (QE1).

Per quanto concerne gli effetti reali di *LSAP* ci sono pareri contrastanti non solo tra gli accademici e gli analisti finanziari, ma anche all'interno del *Federal Reserve System*. Thornton (2010) riporta le opinioni di Kocherlakota (2010), presidente della Fed di Minneapolis, secondo cui QE2 sarà meno efficace di QE1 poiché i mercati finanziari nel 2011 funzionano meglio rispetto alla primavera 2009. Inoltre, Plosser (2010), presidente della Fed di Philadelphia, sostiene che gli effetti sulla disoccupazione potrebbero essere

<sup>6</sup> Sotto condizioni restrittive, e poco realistiche, l'*expectations hypothesis* – secondo cui i tassi a lunga sono medie ponderate dei tassi a pronti futuri attesi (Mankiw e Miron, 1986; Hardouvelis, 1988; Campbell e Shiller, 1991; Thornton, 2006) – prevede che l'offerta di titoli a diverse scadenze non determini i tassi d'interesse. Il paradigma delle aspettative esprime essenzialmente una condizione di non arbitraggio per cui agenti perfettamente informati non possono conseguire rendimenti sfruttando anomalie sulla *yield curve*.

<sup>7</sup> La teoria dell'*habitat preferenziale*, un caso particolare dei mercati segmentati, prevede che gli agenti abbiano specifiche preferenze di *duration* e quindi operino su particolari segmenti della curva dei rendimenti, adeguandosi alle condizioni di domanda e offerta di titoli esistenti.

<sup>8</sup> Questo studio non concerne QE in senso stretto.

modesti (qualora presenti), poiché gli investimenti del settore privato dipendono dalle prospettive di profitto futuro piuttosto che dal livello dei tassi a lunga. In linea con Plosser, Thornton (2010) evidenza che eventuali effetti positivi sull'*output* non necessariamente migliorerebbero la situazione occupazionale, alla luce del fatto che il tasso di disoccupazione corrente potrebbe includere un dato di disoccupazione strutturale più elevato rispetto a quello esistente prima della crisi (secondo la visione cosiddetta della *New Normal*).

Baumeister e Benati (2010) stimano un VAR Bayesiano a parametri variabili ottenendo risultati incoraggianti. La contrazione dello *yield spread*, infatti, sembra avere effetti positivi su *output* e inflazione. Sulla stessa scia sembrano muoversi Curdia e Ferrero (2011). Essi stimano un VAR(2), utilizzando un appropriato ordine delle variabili al fine di consentire una corretta identificazione degli *shocks*<sup>9</sup>. L'analisi di risposta agli impulsi è eseguita assumendo che – in linea con alcuni studi citati in precedenza – a fronte dell'acquisto di 600 mld. di dollari di titoli del debito pubblico (QE2) i tassi a lunga si contraggano di 50 *bps*. Nonostante i limiti del modello empirico, tipicamente *backward-looking*, l'evidenza mostra che uno *shock* sui tassi a lunga genera una riduzione della disoccupazione di 0,14 punti percentuali dopo alcuni (7) trimestri, e produce un aumento dell'inflazione contenuto e piuttosto differito nel tempo.

Chung *et al.* (2011) mostrano l'inadeguatezza dei modelli macroeconomici utilizzati nell'era della *Great Moderation* ai fini della valutazione dell'impatto di *unconventional monetary policy*

<sup>9</sup> Gli strumenti di policy (*federal funds rate* e tasso a 10 anni) sono considerati endogeni e quindi rispondono all'evoluzione delle altre variabili.

sul sistema economico.<sup>10</sup> Inoltre, questi stessi autori stimano che *LSAP* possano generare una riduzione del tasso di disoccupazione di 1.5% (entro il 2012), che non si avrebbe in caso di assenza dell'intervento monetario.

Passiamo ora all'analisi delle regole di politica monetaria per valutare se, e come, i canoni di valutazione tradizionali possono essere rivisti alla luce dell'esperienza più recente. Tipicamente gli economisti analizzano la conduzione della politica monetaria attraverso la regola di Taylor, secondo cui la Fed modifica il *policy rate* sulla base dell'evoluzione temporale di due variabili macroeconomiche: la deviazione del tasso di inflazione dal suo livello obiettivo (il *target*) e la deviazione della produzione dal suo livello di pieno impiego.<sup>11</sup> A queste due variabili viene spesso aggiunto il ritardo del *policy rate* per catturare l'inerzia nella conduzione della politica monetaria, tenendo così conto della possibilità di *interest rate smoothing*. Alla luce dei recenti eventi, Taylor (2008) ha suggerito di aumentare la tradizionale regola di politica monetaria includendo anche lo *spread* Libor-OIS (Taylor e Williams, 2008; Cùrdia e Woodford, 2010).

Un'altra valutazione della politica monetaria è stata proposta da McCallum (1994, 2006) secondo cui, oltre alla componente inerziale del *policy rate*, l'autorità monetaria cerca di fare *smoothing* sulla *yield curve* stessa, o meglio sulla sua

<sup>10</sup> In una certa misura questa critica potrebbe suggerire l'adozione di modelli econometrici bayesiani laddove le *prior distributions* siano appropriate e campionate *ad hoc*, rompendo con la tradizione del recente passato. Un'altra conseguenza di questo lavoro è che la parametrizzazione degli esercizi di calibrazione deve essere rivista alla luce del *break* strutturale che QE ha indotto nelle analisi di *policy impact*.

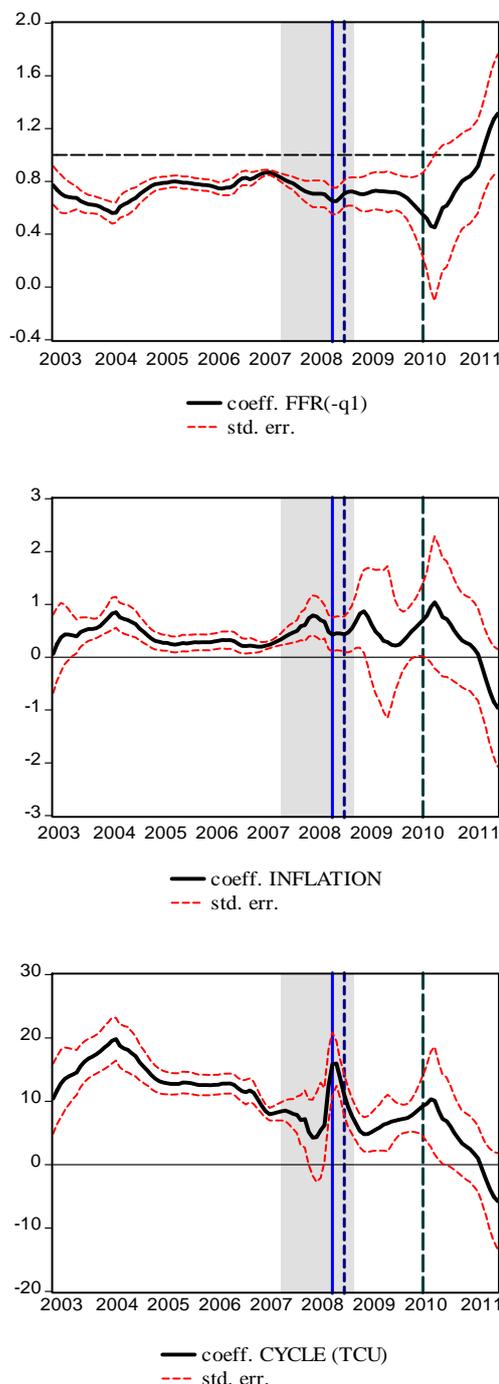
<sup>11</sup> Alternativamente, invece di utilizzare la produzione come variabile di ciclo, la *Taylor rule* può essere specificata in termini di disoccupazione (Mankiw, 2001).

pendenza (catturata dallo spread tra tassi a lunga e a breve) che esprime la posizione nominale di politica monetaria<sup>12</sup>.

Per avere un'idea di come il tasso di politica monetaria (*federal funds rate*) si sia effettivamente mosso in risposta all'evoluzione delle variabili macroeconomiche abbiamo svolto una serie di esercizi, i cui risultati sono sintetizzati in una serie di diagrammi che mostrano l'evoluzione dei coefficienti stimati<sup>13</sup> di una tipica *forward-looking Taylor rule*. Nel modello, il *policy rate* è soggetto a *smoothing* e risponde all'inflazione attesa (*core-CPI*) e al grado di sfruttamento della capacità produttiva (*(log) total capacity utilization*). Il primo grafico in FIG. 6 mostra la componente di inerzia della politica monetaria. Il coefficiente è prossimo alla radice unitaria, ma lascia spazio per analisi ulteriori. Si noti l'allargamento delle bande di confidenza a partire dall'inizio della recessione, e soprattutto, a seguito delle strategie QE. Con l'avvio di QE2 il coefficiente diventa statisticamente non significativo (ciò è ragionevole alla luce del fatto che il tasso a breve vincolato al livello minimo pari a zero).

E' importante notare sia la mancanza di significatività dell'inflazione dopo QE1 (secondo grafico) che la progressiva riduzione del coefficiente che cattura la risposta del tasso di *policy* all'evoluzione del ciclo economico (terzo grafico), che diventa anch'esso non significativo.

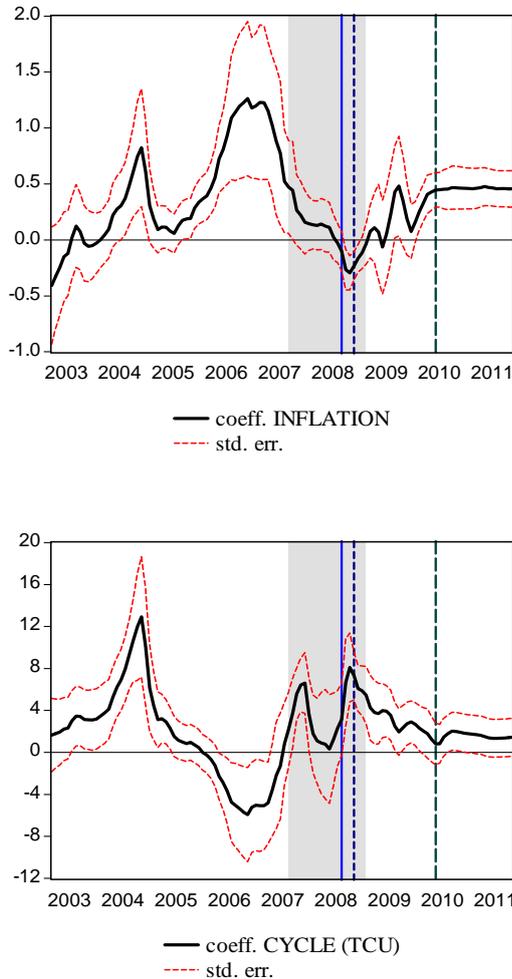
**FIG. 6: Evoluzione temporale dei coefficienti stimati (rolling GMM) di una Taylor rule**



<sup>12</sup> Si rinvia alla Sezione successiva per una delucidazione in proposito.

<sup>13</sup> Le stime sono state ottenute con tecnica *rolling* con finestra di 66 osservazioni. Il metodo GMM consente di ottenere stime attendibili con variabili *forward-looking* (inflazione attesa); come strumenti sono stati utilizzati i ritardi dei regressori che sono con essi positivamente correlati.

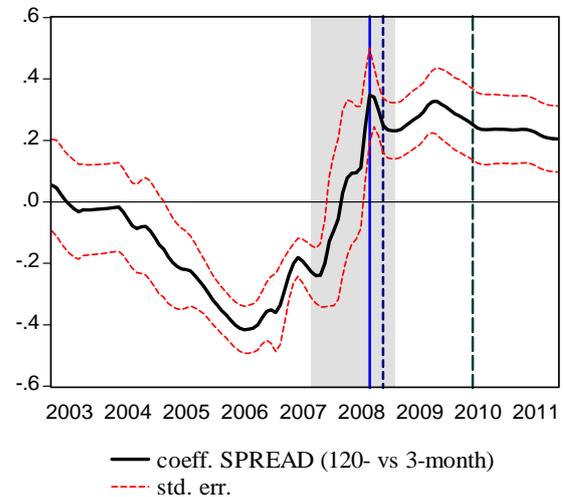
**FIG. 7: Evoluzione dei coefficienti stimati (rolling GMM) di una Taylor rule sul tasso a lunga**



Alla luce della perdita di significatività dei coefficienti durante il periodo di politica monetaria non convenzionale – ed essendo la politica monetaria condotta con l’obiettivo di modificare i tassi a lunga – si stima una *forward-looking rule* dove la variabile dipendente è il tasso di interesse a 10 anni. La risposta del tasso a lunga alle dinamiche dell’inflazione e del ciclo rimane positiva e significativa anche durante la presidenza Bernanke; tuttavia la variabile ciclo sembra scemare verso la non significatività dopo QE2 (FIG. 7, secondo grafico).

Si presenta, inoltre, la stima di una regola à la McCallum (1994, 2006). Il *plot* (FIG. 8) del coefficiente che misura la risposta del *fed funds rate* all’andamento dello *yield spread* (la pendenza della *yield curve*) diventa positivo nel corso della recessione e si mantiene positivo dopo l’attivazione del programma QE.

**FIG. 8: Risposta del fed funds rate alla pendenza della curva dei rendimenti (McCallum rule)**



Questo fatto è suscettibile di un’importante interpretazione. Il coefficiente positivo in una *McCallum rule* tradizionale implica che la politica monetaria inverte il segno della posizione di *policy*, passando da una intonazione espansiva a una restrittiva, e viceversa, nel corso del tempo al fine di evitare eccessiva persistenza. Questo è vero quando l’autorità monetaria agisce sui tassi a breve e la pendenza positiva della *yield curve* riflette attese di espansioni monetarie. Ora che l’autorità monetaria persegue un obiettivo di tasso a lunga e l’espansione monetaria è associata all’appiattimento della *yield curve*, un coefficiente positivo implica che a seguito di espansioni monetarie (riduzioni della pendenza) si assiste anche ad una riduzione del *fed funds rate*, quindi

un'ulteriore effetto accomodante. Sotto il profilo nominale, sembra quindi che QE2 abbia una certa efficacia. Infine, stime di una regola monetaria alternativa (2003 - 2011) evidenziano una risposta positiva e significativa del *Fed funds rate* allo *spread* Libor-OIS (3 mesi). La tensione finanziaria sembra stimolare posizioni monetarie conservative. Tuttavia, prima di arrivare ad un giudizio definitivo sembra opportuno approfondire la relazione tra *yield curve* e Libor-OIS *spread* (aspetto che esula dalla presente trattazione). La menzionata relazione, infatti, è piuttosto variabile, soggetta a *breaks* strutturali e a dinamiche tipicamente finanziarie, e pertanto erratiche.

**BOX: QE vs. politiche di gestione del debito.**

Entrambe i fenomeni fanno riferimento al medesimo strumento: la *yield curve*; tuttavia, l'approccio nei confronti della stessa è nel primo caso attivo, mentre nel secondo caso è passivo. Nello specifico, QE cerca di influenzare la dinamica della curva agendo sulla parte lunga, mentre politiche di gestione del debito pubblico – nonostante modifichino le condizioni di domanda/offerta a varie scadenze e quindi incidano sulla forma della curva – sfruttano la convenienza a emettere (e/o ritirare) debito su determinate scadenze al fine di minimizzare i costi associati al servizio del debito.<sup>14</sup>

**4. Politica monetaria e curva dei rendimenti**

La curva dei rendimenti è considerata un *leading indicator* dell'economia (Stock e Watson, 1989). La struttura a termine dei tassi d'interesse contiene, infatti, informazioni importanti

sull'evoluzione del ciclo economico e della politica monetaria. Tipicamente una curva dei rendimenti crescente (tassi di interesse a lungo termine maggiori dei tassi a breve) è associata ad attese di espansione ciclica. Per converso, una curva dei rendimenti piatta o con inclinazione negativa – ossia decrescente all'allungarsi della scadenza – è sintomo di debolezza congiunturale imminente a causa della potenziale contrazione della domanda aggregata dovuta all'innalzamento del costo del credito.

Se la forma della curva dei rendimenti è uno strumento prospettico, poiché riflette le attese dei partecipanti al mercato circa la posizione futura di politica monetaria, l'autorità monetaria è in grado di influenzarne la forma sia mediante annunci sia attraverso operazioni di mercato aperto. Ad esempio, un'espansione monetaria che riduca il *policy rate* dovrebbe propagarsi lungo l'intero spettro delle scadenze riducendo i tassi di interesse ad ogni scadenza con intensità via via minore al crescere della maturità.

Estrella e Hardouvelis (1991) evidenziano il legame tra contenuto informativo della curva dei rendimenti e ciclo economico atteso. Estrella (2004), inoltre, mostra che la capacità dello *spread* di prevedere il livello futuro di attività economica è inversamente correlato all'intensità con cui l'autorità monetaria risponde all'*output gap* (*Taylor rule*). Negli ultimi anni, tuttavia, queste teorie tradizionali sono state messe a dura prova. Tra il 2004 e il 2005, infatti, a fronte di una decisa e protratta restrizione monetaria i mercati finanziari hanno reagito nella direzione di ridurre i tassi a lungo termine. Questo evento anomalo, o comunque non atteso dalla Fed, è stato battezzato "*conundrum*" dal Presidente Alan Greenspan.

Il comportamento dei tassi a lunga è stato attribuito alla riduzione del premio per il rischio richiesto dagli operatori finanziari per allungare la

<sup>14</sup> A titolo di esempio si veda Campbell (1995) che discute la riduzione della maturità media degli strumenti di debito pubblico nella prima metà degli anni novanta durante l'amministrazione Clinton.

*duration* dei propri portafogli (Backus e Wright, 2007).

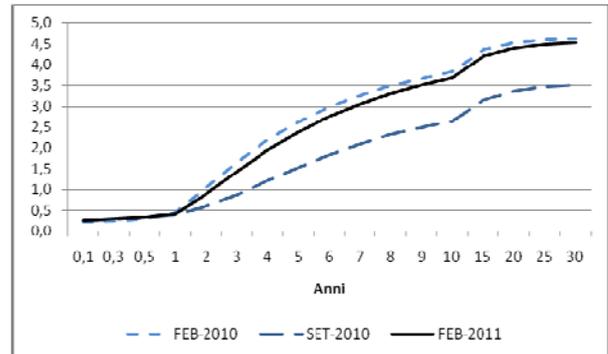
Durante il QE, l'analisi dei segnali forniti dalla curva dei rendimenti secondo la menzionata impostazione tradizionale non è più valida. Il QE ha modificato l'ordine di relazione tra tassi a breve e tassi a lunga. I tassi a breve sono, infatti, intrappolati ad un livello prossimo allo zero e l'unica possibilità per la banca centrale di intervenire sul mercato monetario è modificare l'offerta dei titoli a lunga scadenza al fine di influenzarne il saggio di rendimento. Questo ha implicazioni interpretative importanti. Un appiattimento della curva dei rendimenti, piuttosto che un incremento della pendenza, è associato a politiche monetarie espansive che abbiano l'intenzione di stimolare la domanda aggregata. Per converso, un aumento della pendenza della curva dei rendimenti, dovuto a un incremento dei tassi a lunga, è considerato un sintomo di restrizione monetaria. Negli ultimi anni, pertanto, il paradigma tradizionale che lega la posizione nominale di politica monetaria e le aspettative di evoluzione congiunturale si è invertito.

Osserviamo ora l'evoluzione subita dalla curva dei rendimenti negli ultimi anni, focalizzandoci in particolare sugli ultimi mesi di realizzazione del QE2. Nel corso del 2011 si assiste ad un graduale, anche se debole, appiattimento della curva dei rendimenti. La FIG. 9(b) sembra quindi sancire l'efficacia della strategia QE2. Due punti meritano di essere evidenziati.

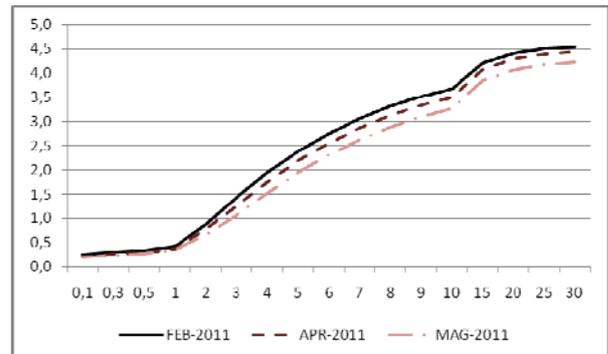
In primo luogo la riduzione dei tassi a lunga sembra di modesta intensità rispetto alla crescita dimensionale del bilancio della Fed. Secondariamente, la riduzione dei tassi a (media e lunga) potrebbe non essere direttamente imputabile alla modifica delle condizioni di domanda/offerta di titoli a lunga scadenza operato dall'autorità monetaria. Ciò potrebbe

semplicemente riflettere una variazione nel premio per il rischio.

**FIG. 9 (a): Curva dei rendimenti**

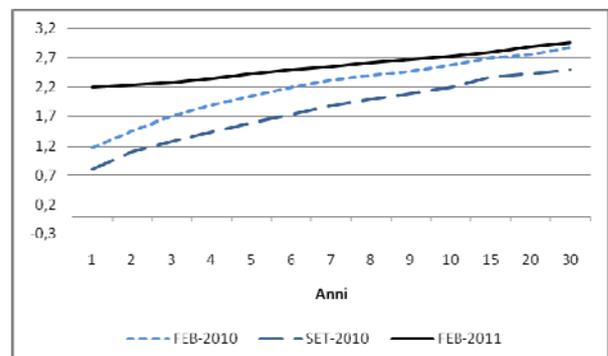


**FIG. 9 (b): Curva dei rendimenti**



Fonte: Datastream Thomson Reuters

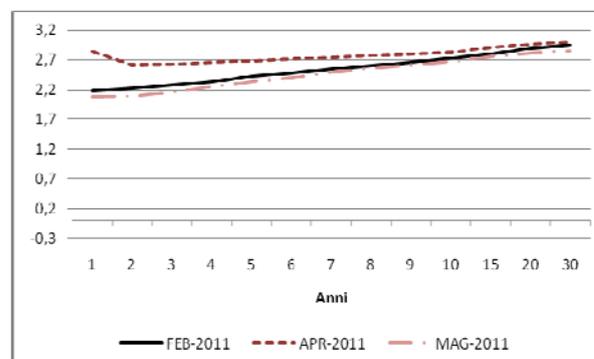
**FIG. 10 (a): Inflation Swaps Curve**



Una componente del *term premium* è, infatti, legata alle aspettative di inflazione. In FIG. 10(b) si nota che a Maggio 2011 la struttura a termine degli *inflation swaps* è, seppur di pochi *bps*, in posizione inferiore rispetto a quella dei mesi precedenti. Ma, l'osservazione più importante concerne l'efficacia complessiva degli stimoli QE2. A tal fine è opportuno osservare la posizione della *yield curve* a Settembre 2010 in FIG. 9(a). Essa si trova in posizione nettamente inferiore rispetto a quella occupata in ciascun mese del 2011 (FIG. 9(b)). Medesime considerazioni valgono per la struttura a termine degli *inflation linked swaps* - Settembre 2010 in FIG. 10(a). Alla luce di ciò sembra che la dinamica dei tassi a lunga sia determinata dal mercato piuttosto che dalle strategie quantitative messe in atto dalla Fed. Analizziamo l'evoluzione dello spread da una diversa prospettiva. Utilizzando regressioni *cross-section* sulle scadenze si sono derivati i cosiddetti fattori latenti della curva dei rendimenti<sup>15</sup>. In FIG. 11 si evidenzia la stretta relazione tra *level* ed *effective federal funds rate*.

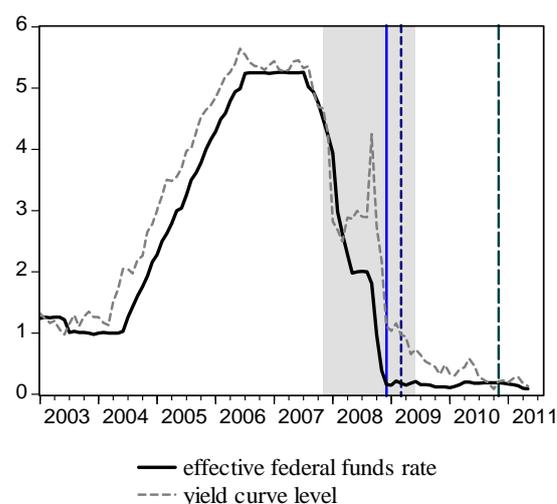
La componente latente riesce a catturare molto bene (meglio del *fed funds*) l'incertezza dei mesi di ottobre/novembre 2008 quando la parte breve della curva ha subito forti oscillazioni in attesa di una chiara risposta alla crisi finanziaria da parte delle banche centrali dei paesi industrializzati.

**FIG. 10 (b): Inflation Swaps Curve**



Fonte: Datastream Thomson Reuters.

**FIG. 11: Federal funds rate e yield curve**

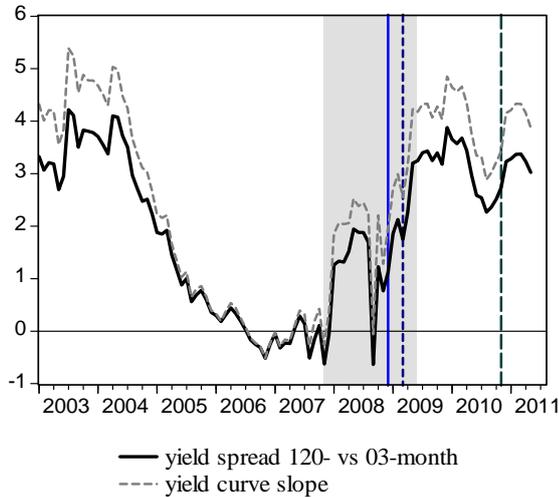


Fonte: elaborazioni proprie su dati FRED e Datastream Thomson Reuters.

Ancora più importante, ai fini della presente trattazione, è l'analisi della *yield curve slope* (FIG. 12). Il graduale appiattimento della curva negli anni che precedono la recessione e l'inversione durante il 2006/2007 costituivano – secondo l'approccio tradizionale – il segnale dell'evoluzione congiunturale successiva.

<sup>15</sup> Le componenti latenti che si derivano dalla curva dei rendimenti sono tipicamente tre: livello, pendenza e curvatura (Litterman e Scheinkman, 1991). Diversi metodi possono essere utilizzati per estrarre tali variabili: Nelson-Siegel (1987), *affine term structure models* e *Kalman filtering, principal components*, nonché due metodi sfruttando una sequenza di regressioni *cross-section* su diverse scadenze.

**FIG. 12: Yield spread (linea nera) e yield curve slope (linea tratteggiata grigia)**



Fonte: Elaborazioni proprie su dati FRED e Datastream Thomson Reuters.

Le aspettative di espansione monetaria nel corso del 2008, e l'effettiva riduzione del tasso di riferimento, hanno riportato lo *spread* su valori positivi. L'acuirsi della crisi nel Settembre 2008 si riflette sulla curva dei rendimenti causandone un'ulteriore inversione. Come si evince dalla dinamica dei tassi a lunga (FIGG. 5 e 9), QE1 conduce a un progressivo incremento dei tassi a lunga e quindi, anche, all'aumento dello *spread*. Dopo una riduzione nel 2010, lo *spread* torna a crescere quando si comincia a parlare di una nuova tornata di allentamento monetario (QE2). La crescita dei tassi a lunga che governa la dinamica dello *spread* (con tassi a breve ancorati allo zero) riflette prevalentemente le aspettative inflazionistiche nel medio termine.

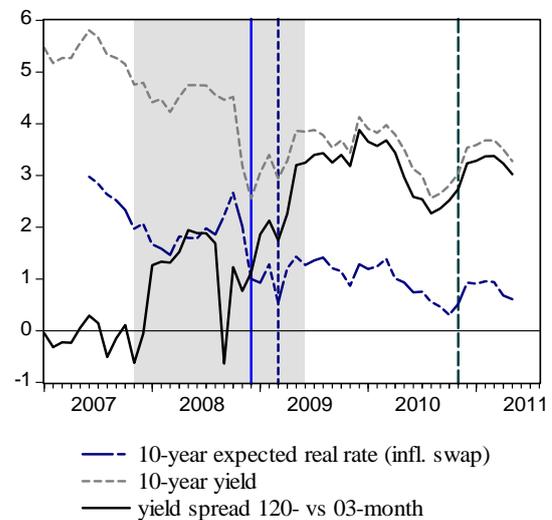
Come evidenziato in precedenza, dopo l'impennata dei tassi a lunga seguita all'annuncio QE2, nel corso del 2011 si assiste a una graduale (seppur di modesta) discesa dei tassi a lunga.

L'analisi sulla curva dei rendimenti sin qui svolta, per quanto interessante, ha una validità parziale, essendo la posizione di politica monetaria stata

valutata in termini nominali. Il tasso d'interesse reale è, infatti, la variabile suscettibile di influenzare le decisioni d'investimento del settore privato. Gli investimenti in capitale fisico sono legati alla dinamica dei tassi reali a lungo termine (FIG. 13); mentre, la spesa per consumi in beni durevoli è legata a tassi reali di breve-medio termine (FIG. 14).

Già le strutture per scadenza riportate nelle FIGG. 9 e 10 sembrano suggerire che i tassi reali sono negativi nel breve-medio termine, ma rimangono positivi, ancorché contenuti, nel lungo termine. Le figure seguenti sembrano confermare questa affermazione. A partire dal 2007 i tassi reali a lungo termine seguono una tendenza verso la riduzione (FIG. 13).

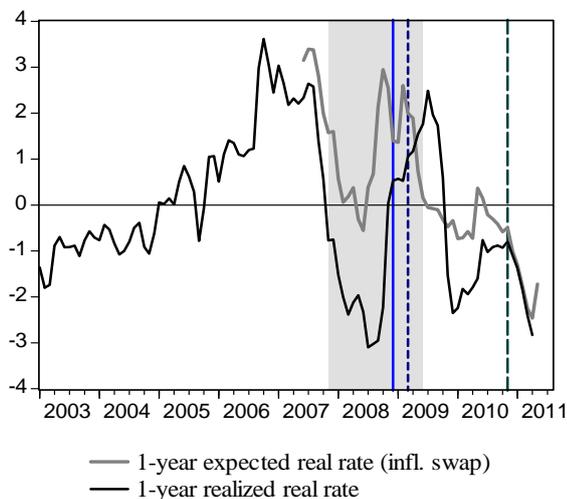
**FIG. 13: Tassi reali e *spread***



Fonte: Elaborazioni proprie su dati FRED e Datastream Thomson Reuters.

I tassi reali (realizzati *ex-post*) a breve termine, invece, sono rimasti negativi durante quasi tutta la durata della recessione (FIG. 14).

**FIG. 14: Tassi reali a 12 mesi (attesi ed *ex post*)**



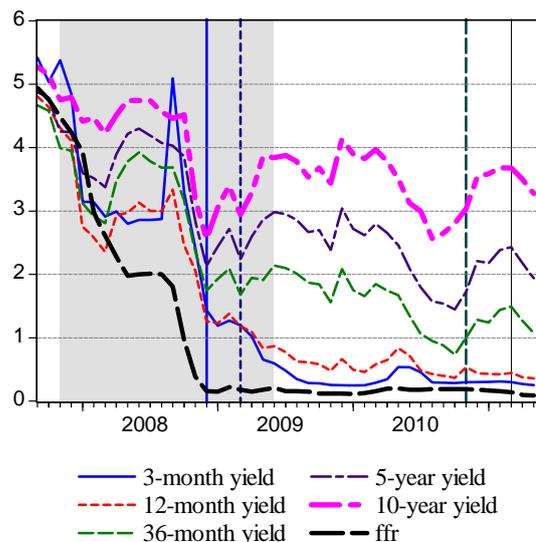
Fonte: Elaborazioni proprie su dati FRED e Datastream Thomson Reuters.

Inoltre, QE1 ha avuto l'effetto di ridurre i tassi reali a breve attesi (linea grigia), ma, di fatto, nel primo semestre del 2009, sembra aver incrementato i tassi reali a breve realizzati *ex-post*. L'annuncio di QE2 sembra quindi aver avuto effetti dissimili su tassi reali a lunga e a breve. I tassi reali a lungo termine hanno reagito con una dinamica inizialmente rialzista e poi in discesa, dopo una breve fase di sostanziale stazionarietà. I tassi reali a 12 mesi, sia quelli attesi che quelli realizzati *ex-post*, mostrano, da subito, una decisa riduzione. Gli operatori hanno quindi ritenuto credibile l'intenzione della Fed di perseguire una seconda ondata di stimolo quantitativo. La riduzione dei tassi nominali (a lunga) ha governato la dinamica dei tassi reali a lunga; mentre, il timore di pressioni inflazionistiche, e l'effettiva (contingente) salita dei prezzi al consumo, ha determinato una sensibile riduzione dei tassi reali a breve.

In FIG. 15 si vede innanzitutto l'incertezza espressa dal mercato successivamente al fallimento di Lehman (Settembre/Ottobre 2008), dove il segmento breve della curva ha subito uno

*shock* al rialzo, poi riassorbito (*spike* del 3-month yield che supera il 5%).

**FIG. 15: Andamento dei tassi di interesse durante la crisi: varie scadenze**



Fonte: FRED e Datastream Thomson Reuters.

Cochrane (2011) evidenzia come alcune stime sul potenziale effetto di QE2 siano state effettuate con relativa superficialità. Oltre a criticare l'impatto stimato di QE2 sui tassi d'interesse, Cochrane critica, sotto il profilo meramente finanziario, l'opportunità di adottare QE come politica di stabilizzazione. Infine, evidenzia come QE2 abbia il medesimo effetto di una politica di gestione del debito che ha l'obiettivo di ridurre la maturità media del debito.

I dati presentati da Cochrane (2011) terminano a Marzo 2011 (quarta linea verticale) quando effettivamente i tassi erano ancora in ascesa, sancendo la completa inefficacia di QE2, di qui la sua veemente critica. A onor del vero, anche durante QE1 i tassi hanno reagito inizialmente verso l'alto, e, solo successivamente, hanno ripiegato. Certo è che, nonostante il declino, seppur ritardato, il valore dei tassi a lunga (linea

rosa tratteggiata), a seguito di QE1, non hanno mai raggiunto un valore inferiore a quello registrato prima che QE fosse annunciato (Dicembre 2008, linea blu). *Alias*, se una riduzione dei tassi reali a lungo termine c'è stata, essa non può che essere relazionata all'aumento delle aspettative di inflazione.

Il campione in FIG. 16 termina a Maggio 2011, quindi cattura il declino dei tassi che non poteva essere incorporato nello studio di Cochrane (2011) presentato a inizio Marzo. Rimane aperta la questione se il tasso a 10 anni raggiungerà un valore inferiore a quello immediatamente precedente l'annuncio QE2 (Novembre 2010) ed ivi stazionerà per un prolungato intervallo temporale.

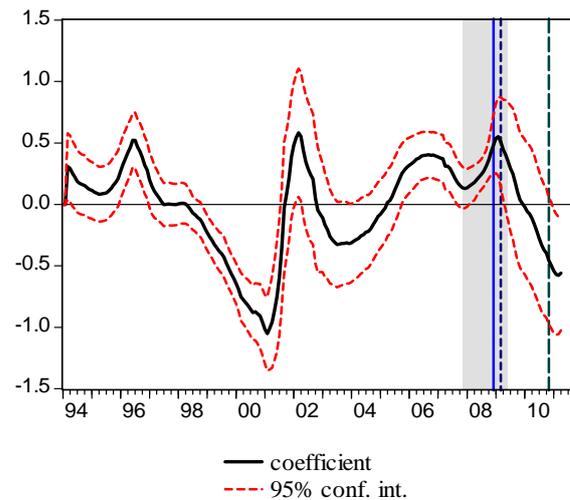
### 5. Effetti reali

Abbiamo discusso in precedenza la relazione che sussiste tra *yield spread* (differenza tra tassi a lunga e a breve), politica monetaria e attese di evoluzione del ciclo economico. Abbiamo altresì evidenziato l'inversione interpretativa da attuare in tempi di tassi a breve ancorati allo zero e politica monetaria condotta sui tassi a lunga. Riportiamo ora alcune considerazioni che riguardano gli effetti reali della strategia di *quantitative easing*.

Sotto il profilo econometrico è necessario ribadire che i dati (le osservazioni) disponibili sono numericamente insufficienti per arrivare a conclusioni definitive<sup>16</sup>. La significatività dei coefficienti discussa in seguito è ottenuta grazie all'estensione del campione (a ritroso) delle serie storiche. Nei diagrammi che seguono si riportano le stime dei coefficienti ottenuti da regressioni

*rolling* (con finestra di 60 osservazioni) tra il tasso di crescita del consumo (*personal consumption expenditures*) e lo *spread*. L'evoluzione temporale del coefficiente stimato è significativa in ogni punto dell'asse temporale in cui gli "standard errors" (dotted red lines) non comprendono la linea nera orizzontale (lo zero). Nelle zone in cui le bande rosse non contengono la linea orizzontale, il *p-value* associato al coefficiente consente di rigettare l'ipotesi di coefficiente nullo.<sup>17</sup>

**FIG. 16: Evoluzione del coefficiente della regressione *rolling* tra crescita del consumo e *yield spread* (Gennaio 1988 – Aprile 2011).**



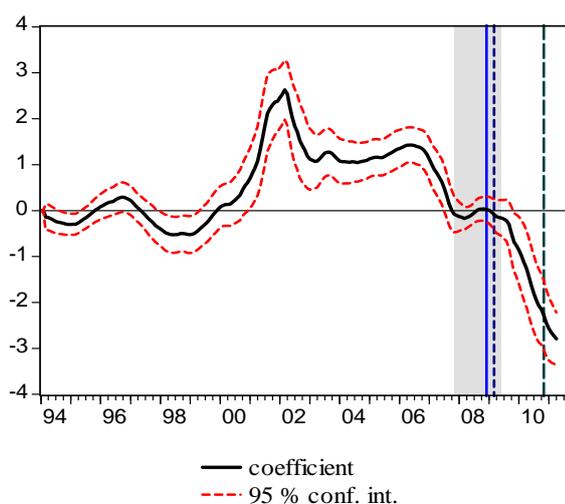
In FIG. 16 si nota che a partire dall'annuncio della strategia di QE il coefficiente ha subito una forte riduzione ed è diventato significativamente negativo nel Marzo 2011. Questo risultato potrebbe giocare a favore della Fed. Una riduzione dello spread dovuto alla riduzione dei tassi a lunga, è associata alla crescita del consumo aggregato. L'interpretazione del coefficiente di regressione implica, tuttavia, che in caso di *spread* crescente (ad esempio per effetto di un maggior

<sup>16</sup> In particolare, data l'esigua numerosità campionaria non è possibile (se non attraverso simulazioni Monte Carlo) ottenere stime consistenti.

<sup>17</sup> Si rinvia al glossario per una spiegazione del significato di alcuni termini tecnici.

premio al rischio richiesto dagli operatori) l'economia sperimenterà una contrazione dei consumi. Il risultato precedente è rafforzato dall'evoluzione del coefficiente che mette in relazione lo *spread* e il valore dei prestiti totali (e investimenti) intermediato a livello di banche commerciali. In FIG. 17 si nota l'evidente stagnazione della relazione nella prima parte della crisi (recessione evidenziata in grigio) e poi una decisa direzione del coefficiente stimato in campo negativo.

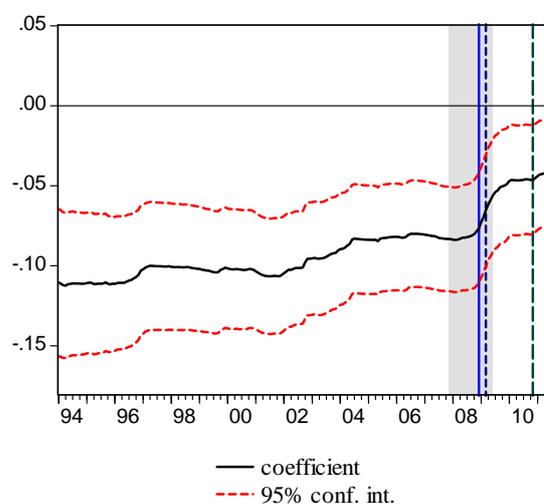
**FIG. 17: Evoluzione del coefficiente della regressione *rolling* tra crescita dei prestiti (e investimenti) e *yield spread* (Gennaio 1988 – Aprile 2011).**



La relazione tra la crescita di prestiti (e investimenti) e pendenza della curva dei rendimenti è diventata negativa a seguito del *quantitative easing*. Questa tendenza si conferma dopo QE2 (terza linea verticale). La riduzione del tasso a lunga (e la conseguente riduzione dello *spread*) costituisce stimolo per il settore del credito. Come evidenziato in precedenza, questa relazione inversa implica anche che un aumento della pendenza della *yield curve* potrebbe provocare un *credit crunch*. Le tendenze

evidenziate dalle regressioni *rolling* sono confermate anche da regressioni di tipo *recursive*. Le regressioni ricorsive restituiscono una traiettoria smussata dei coefficienti stimati caratterizzata da variazioni direzionali meno intense. Si è preferito riportare i risultati delle stime *rolling* per due motivi. Innanzitutto la maggior varianza della dinamica del coefficiente ha un impatto visivo più immediato. In secondo luogo, la stima sequenziale di regressioni su campioni relativamente brevi evita di incorrere in problema di cambiamenti di regime e/o *breaks* strutturali.

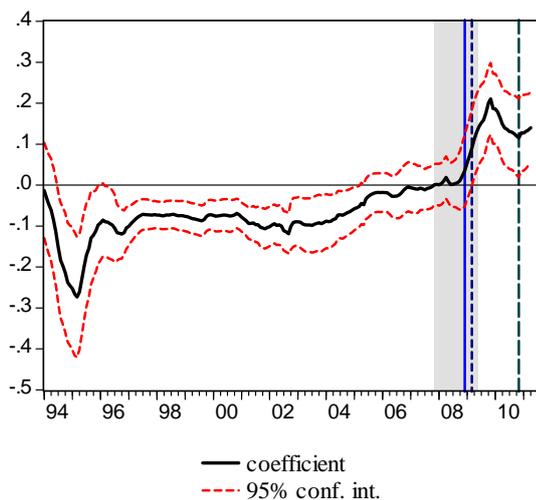
**FIG. 18: Evoluzione del coefficiente della regressione *recursive* tra crescita dei consumi in beni durevoli e variazione annua dei tassi a 10 anni (Gennaio 1988 – Aprile 2011).**



Dato che l'obiettivo della politica monetaria durante il QE è rappresentato dalle possibilità di influenzare il tasso a lunga, principalmente attraverso la modifica del rapporto tra domanda e offerta di titoli obbligazionari a lungo termine, è stata analizzata la relazione tra crescita del consumo e variazione del tasso a lunga. Dalle stime ricorsive si nota che il segno del coefficiente

è quello che ci si aspetta, ossia negativo. Questo significa che ad un aumento dei tassi di interesse segue una riduzione della spesa per consumi in beni durevoli, e viceversa (FIG. 18). La tendenza è di un coefficiente che tende a muoversi verso zero. Probabilmente a breve la banda superiore toccherà il valore nullo sancendo la mancata significatività del coefficiente stimato.

**FIG. 19: Evoluzione del coefficiente della regressione *rolling* tra crescita dei consumi in beni durevoli e variazione annua dei tassi a 10 anni (Gennaio 1988 – Aprile 2011)**



D’altro canto, la stima di tipo *rolling* offre uno spaccato decisamente diverso (FIG: 19). Dopo l’inizio del primo QE la relazione è diventata significativamente positiva. Questo risultato è per certi versi sconcertante dato che alla riduzione dei tassi a lunga sono associate riduzioni della spesa per consumi in beni durevoli. Questo risultato sembrerebbe semplicemente riflettere il crollo del consumo di beni durevoli negli ultimi anni piuttosto che individuare una robusta relazione econometrica. In altro caso si potrebbe attribuire questo effetto a elevata eterogeneità degli agenti economici.

Nel corso del 2010 – a fronte di un’effettiva riduzione dei tassi a breve (sia nominali che reali) – il coefficiente che governa la relazione tra crescita del consumo e variazione dei tassi di interesse sembra ridursi. QE ha arrestato questo processo di “normalizzazione” e ha dato un impulso di diretta proporzionalità tra le due variabili. Il Chow breakpoint test individua in corrispondenza, o in prossimità, delle date di realizzazione del QE un break strutturale delle relazioni tra variabili reali e variazioni dei tassi di interesse. Ciò nonostante, l’esiguo numero di osservazioni nel secondo regime (quello più recente che arriva al termine del campione) rende i risultati poco affidabili. I risultati circa l’effetto che QE può avere sulla disoccupazione sono stati sintetizzati nella sezione precedente. Ad oggi, come si evince peraltro dalla FIG. 3, sembra che la disoccupazione non abbia beneficiato degli stimoli monetari. Probabilmente, in assenza degli stessi il tasso di disoccupazione avrebbe potuto seguire una crescita più marcata.

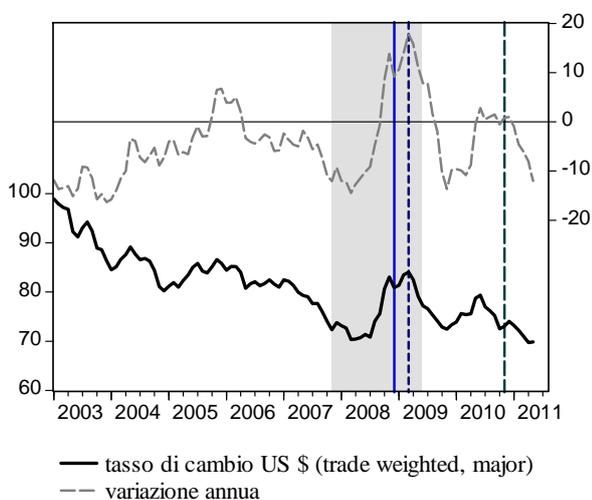
## 6. Andamento del tasso di cambio durante QE2

E’ ormai convincimento diffuso che le strategie di *quantitative easing* abbiano contribuito a migliorare le ragioni di scambio statunitensi per stimolare la domanda estera di beni nazionali. Il tasso di cambio effettivo rispetto alle maggiori valute<sup>18</sup>, ossia la media dei tassi di cambio bilaterali ponderata per gli scambi commerciali, ha manifestato un evidente deprezzamento a seguito dei rilasci monetari quantitativi (FIG. 20). Nonostante la dinamica del tasso di cambio effettivo, le esportazioni di beni e servizi sembrano aver subito una dinamica propria e

<sup>18</sup> Il tasso di cambio multilaterale effettivo (*broad index*) segue, ed ha seguito nel recente passato, una dinamica simile.

indipendente dal movimento delle ragioni di scambio. Allo stato attuale, tuttavia, non è possibile prevedere se il miglioramento generalizzato delle ragioni di scambio possa sostenere la domanda aggregata in modo sufficientemente stabile per far ripartire la ripresa interna.

**FIG. 20: Tasso di cambio effettivo e sua variazione annua**

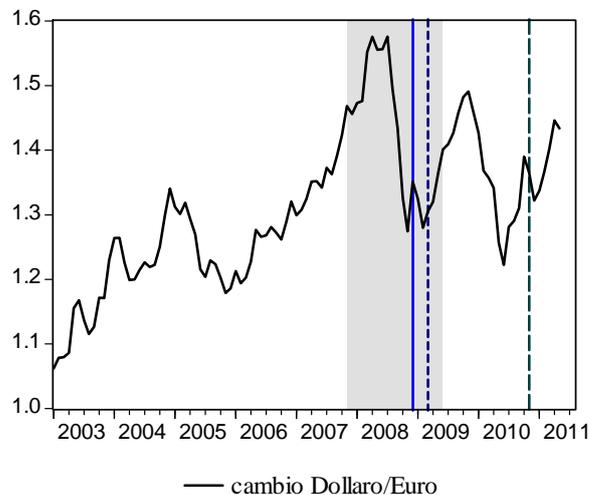


Fonte: FRED Economic Data, Fed of St Louis.

Le esportazioni hanno subito un crollo all’acuirsi della crisi (autunno 2008), quando il commercio internazionale si è arrestato. Fugato il timore di una deflazione estesa a livello internazionale, le esportazioni hanno manifestato un tasso di crescita equivalente a quello vigente prima della recessione. In altre parole, il miglioramento delle ragioni di scambio non sembra, ad oggi, aver contribuito in modo significativo al miglioramento della bilancia commerciale.

Guardiamo ora il tasso di cambio sotto il profilo finanziario. A partire dalla seconda metà del 2002 (ossia dal termine della recessione di inizio millennio) il Dollaro ha sperimentato un continuo deprezzamento nei confronti dell’Euro (FIG. 21).

**FIG. 21: Tasso di cambio Dollaro/Euro**



Fonte: FRED Economic Data, Fed of St Louis.

Il deprezzamento si è interrotto durante la crisi per poi ricominciare sospinto dagli annunci di QE: ad esempio, dal Luglio 2010 il Dollaro è in progressivo, sebbene lento, deprezzamento rispetto al Renminbi cinese (passato da 6,82 a 6,49 negli ultimi 12 mesi).

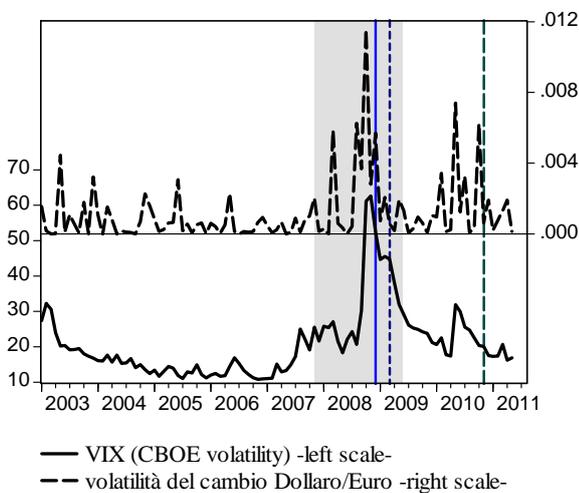
Il digramma seguente (FIG. 22) mette in relazione la volatilità del tasso di cambio Dollaro/Euro con l’indice VIX che è utilizzato dai partecipanti al mercato come termometro di stress finanziario<sup>19</sup>. Le oscillazioni del tasso di cambio nominale<sup>20</sup> sembrano legate al *sentiment* degli operatori del settore finanziario, all’effetto *momentum*, e alla dinamica dei rendimenti realizzabili nel breve periodo sui mercati azionari. La considerazione più importante, invece, concerne l’irrelevanza di QE nel determinare le oscillazioni del tasso di cambio nel breve periodo. La volatilità del cambio non sembra essere sensibile, o comunque

<sup>19</sup> Recentemente la Fed ha iniziato a pubblicare diversi indici di stress finanziario (Kansas City e St Louis *financial stress indexes*) la cui dinamica è simile a quella del VIX.

<sup>20</sup> La volatilità del cambio nominale Dollaro/Euro è ottenuta come quadrato dei residui di un’autoregressione con *drift*.

direttamente riconducibile, agli annunci e/o all'operatività QE. Il Granger *causality test* esclude che la crescita della massa monetaria abbia influenza (aiuti a prevedere) sulla volatilità del cambio per diverse strutture dei ritardi. Le oscillazioni del cambio sono di natura finanziaria e non monetaria, almeno nel breve periodo.

**FIG. 22: Volatilità del tasso di cambio Dollaro-Euro e VIX index**



Fonte: Elaborazioni proprie su dati FRED.

## GLOSSARIO

**Stime rolling.** Quando l'econometrico specifica un'equazione di regressione ha interesse a stimarla su un determinato intervallo temporale, ad esempio tra il tempo  $t_0$  e  $T$ . Il risultato di stima esprime un giudizio di sintesi sulla relazione - nel periodo considerato - tra la variabile dipendente e le variabili esplicative. Questo giudizio di sintesi è catturato dal valore e dalla significatività dei coefficienti della regressione. Tuttavia, se l'intervallo temporale è ampio, o se all'interno di tale intervallo sono accaduti fenomeni particolarmente rilevanti, è possibile che un'unica

stima di sintesi non sia appropriata a cogliere l'effettiva relazione tra le variabili menzionate. Un metodo per cogliere la relazione dinamica nel tempo tra le variabili è costituita dalla tecnica *rolling*. Ad esempio, se l'intervallo  $[t_0, T]$  contiene 500 osservazioni mensili, è possibile stimare 400 volte la medesima equazione (ciascuna su una finestra di 100 osservazioni) modificando sequenzialmente l'intervallo temporale di riferimento. La prima equazione verrà stimata sull'intervallo  $[t_0, t_{100}]$ ; la seconda equazione sarà stimata sull'intervallo  $[t_1, t_{101}]$ , la terza sull'intervallo  $[t_2, t_{102}]$ , e così via. Al termine del processo ( $[t_{399}, t_{499}]$ ) avremo 400 stime diverse per ogni coefficiente del modello, ciascuna ottenuta su uno specifico intervallo temporale. La relazione dinamica tra variabile dipendente e variabile indipendente è, pertanto, catturata dall'evoluzione temporale del coefficiente (nonché dalla sua significatività).

**Stime recursive.** Il metodo di stima ricorsivo è analogo al precedente e, quindi, si concretizza nella sequenza di stime del medesimo modello. La differenza, rispetto alla tecnica precedente, è che la prima osservazione del campione  $t_0$  non viene mai modificata; in altre parole il primo termine della regressione non viene mai spostato in avanti. L'implicazione di questo fatto è che regressioni più vicine al termine del campione considerato ( $T$ ) hanno un numero di osservazioni molto maggiore rispetto a quelle stimate all'inizio della procedura. Le stime saranno via via eseguite sugli intervalli  $[t_0, t_{100}]$ ,  $[t_0, t_{101}]$ ,  $[t_0, t_{102}]$ ...e così via.

In questo caso la stima dei modelli più vicini a  $T$  porta con sé informazione remota, e quindi la dinamica temporale dei coefficienti è generalmente più smussata e meno variabile. Le regressioni vicine a  $T$ , stimate su un vasto orizzonte temporale, potrebbero essere non attendibili sotto il profilo della significatività



poiché potrebbero incorrere nel problema di eccessiva eterogeneità dell'informazione contenuta (*shocks*, *break* strutturali, ecc...), problema che la tecnica *rolling* consente di evitare.

E' anche possibile eseguire stime ricorsive a ritroso, ossia fissare l'ultima osservazione (T) e poi aggiungere via via osservazioni più remote.

**Significatività e *p-value*:** il *probability value* (*p-value*) è il valore di probabilità associato al test statistico (*t-test*) che concerne la significatività della stima dei coefficienti di una regressione. L'ipotesi nulla del test è che il coefficiente stimato abbia valore nullo; mentre, l'ipotesi alternativa è che il valore del coefficiente stimato sia diverso da zero (è un *test a due code* poiché l'alternativa consente sia valori positivi che negativi, purché differenti da zero). Un basso *p-value* consente di rigettare l'ipotesi nulla ed è, quindi, associato a coefficienti la cui stima è statisticamente significativa, ossia diversa da zero.

La statistica *t* del test è espressa come rapporto tra il valore del coefficiente stimato e gli *standard errors* della regressione ad esso associati. Un *p-value* basso (inferiore al 10%) è associato ad un valore della statistica *t* che cade nella regione critica e pertanto consente di rigettare l'ipotesi nulla di coefficiente pari a zero. Il *p-value* rappresenta, nello specifico, il valore dell'area di probabilità sotto le due code della distribuzione di probabilità determinate dallo specifico rapporto *t*. Minori queste aree di probabilità, più attendibile l'ipotesi che il coefficiente stimato sia effettivamente diverso da zero. Le soglie che solitamente vengono considerate, oltre al 10% già richiamato, sono 5% e 1%. Queste aree di probabilità sono complementari all'intervallo di confidenza associato alla stima del coefficiente, rispettivamente 90%, 95%, e 99%. Un ampio intervallo di confidenza implica che esiste tale

ampia probabilità che il coefficiente stimato sia uguale a quello vero, quello reale, ossia quello riscontrabile nell'intera popolazione. O meglio, più correttamente, che ripetendo l'esperimento di stima un elevato numero di volte, il valore vero è contenuto negli intervalli di confidenza associati alla valore stimato nel 90%, 95%, o 99% delle prove.

## BIBLIOGRAFIA

**Backus, D., e Wright, J. H.** (2007) "Cracking the Conundrum." *Finance and Economics Discussion Series*, Fed.

**Baumeister, C., Benati, L.** (2010) "Unconventional Monetary Policy and the Great Recession - Estimating the Impact of a Compression in the Yield Spread at the Zero Lower Bound." ECB Working Paper.

**Bernanke, B. S., e Reinhart, V. R.** (2004) "Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates." *American Economic Review*, vol. 94.

**Bernanke, B. S., Reinhart V. R., e Sack, B.** (2004). "Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment," *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 35.

**Campbell, J. Y.** (1995) "Some Lessons from the Yield Curve." *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9.

**Campbell, J.Y., e Shiller, R.J.** (1991) "Yield Spreads and Interest Rate Movements: A Bird's Eye View." *Review of Economic Studies*, vol. 58.

**Chung, H. T., Laforte, J. P., Reifschneider D., Williams, J.C.** (2011) "Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events?" Fed of San Francisco.

**Cochrane, J. H.** (2011) "Inside the Black Box: Hamilton, Wu, and QE2." Mimeo, 3<sup>rd</sup> March 2011, presentation at the spring NBER Monetary Economics meeting.

**Cúrdia, V., e Woodford, M.** (2010) "Conventional and Unconventional Monetary Policy." *Review*, Fed of St Louis.



- Curdia, V., e Ferrero, A.** (2011) "How Much Will the Second Round of Large-Scale Asset Purchases Affect Inflation and Unemployment?" Fed of New York, (libertystreeteconomics, web resources)
- D'Amico, S., e King, T. B.** (2010) "Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases." Finance and Economics Discussion Series, Fed Board.
- Doh, T.** (2010) "The Efficacy of Large-Scale Asset Purchases at the Zero Lower Bound," *Economic Review*, Fed of Kansas City.
- Draghi, M.** (2009) "Indagine conoscitiva sulle tematiche relative al sistema bancario e finanziario." *Audizione alla Commissione VI della Camera dei Deputati* (Finanze).
- Eggertsson, G. B., e Woodford, M.** (2004) "Policy Options in a Liquidity Trap." *American Economic Review*, vol. 94.
- Estrella, A., e Hardouvelis, G. A.** (1991) "The Term Structure as a Predictor of Real Economic Activity." *The Journal of Finance*, vol. XLVI.
- Estrella, A.** (2004) "Why Does the Yield Curve Predict Output and Inflation?" *The Economic Journal*, vol. 115.
- Gagnon, J., Raskin, M., Remasche, J., e Sack B.** (2010). "Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?" Fed of New York.
- Gagnon, J., Raskin, M., Remasche, J., e Sack B.** (2011) "The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases." *International Journal of Central Banking*, vol. 7.
- Hamilton, J. D., e Wu, J. C.** (2010) "The Effectiveness of Alternative Monetary Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment." NBER Working Papers.
- Kocherlakota, N.** (2010). "Economic Outlook and the Current Tools of Monetary Policy." European Economics and Financial Centre, London.
- Litterman, R., e Scheinkman, J.** (1991). "Common Factors Affecting Bond Returns." *Journal of Fixed Income*, vol. 1.
- Mankiw, G. N.** (2001) "U.S. Monetary Policy During the 1990s". NBER Working Paper.
- Mankiw, N.J., e Miron, J.A.** (1986) "The Changing Behaviour of the Term Structure of Interest Rates." *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 101.
- McCallum, B. T.** (1994) "Monetary Policy and the Term Structure of Interest Rates." NBER Working Paper.
- McCallum, B.T.** (2006) "Monetary Policy and the Term Structure of Interest Rates." *Economic Quarterly*, Fed of Richmond.
- McGough, B., Rudebusch, G. D., e Williams, J. C.** (2005) "Using a Long-Term Interest Rate as the Monetary Policy Instrument." *Journal of Monetary Economics*, vol. 52.
- Meulendyke, A. M.** (1998). "U.S. Monetary Policy and Financial Markets." Fed of New York.
- Nelson, C. R., e Siegel, A. F.** (1987). "Parsimonious Modelling of Yield Curves." *Journal of Business*, vol. 60.
- Plosser, C. I.** (2010) "Economic Outlook." Greater Vineland Chamber of Commerce, Vineland, NJ.
- Rudebusch, G. D., Swanson, E. T., e Wu, T.** (2006) "The Bond Yield "Conundrum" from a Macro-Finance Perspective." *Monetary and Economic Studies*, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, vol. 24.
- Stock, J. H. e Watson, M. W.** (1989) "New Indexes of Coincident and Leading Indicators." In Olivier J. Blanchard and Stanley Fischer, eds.: NBER Macroeconomics Annual MIT Press.
- Stroebel, J. C., e Taylor, J. B.** (2009). "Estimated Impact of the Fed's Mortgage-Backed Securities Purchase Program." NBER Working Papers.
- Swanson, E. T.** (2011) "Let's Twist Again: a High-Frequency Event-Study Analysis of Operation Twist and its Implications for QE2," Working Paper, Fed of San Francisco.
- Taylor, J. B.** (1993) "Discretion versus Policy Rules in Practice," *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, XXXIX.
- Taylor, J. B.** (2008) "Monetary Policy and the State of the Economy." Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, February 26, 2008.



**Taylor J. B., e Williams, J. C.** (2008) "A Black Swan in the Money Market," NBER Working Papers.

**Thornton, D.L.** (2006) "Tests of the Expectations Hypothesis: Resolving the Campbell-Shiller Paradox." *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol.38.

**Thornton, D.** (2009) "The Effect of the Fed's Purchase of Long-Term Treasuries on the Yield Curve." *Economic Synopses*, Fed of St Louis.

**Thornton, D.** (2010) "Would QE2 Have a Significant Effect on Economic Growth, Employment, or Inflation." *Economic Synopses*, Fed of St Louis.

**Walsh, C.** (2003) "Monetary Theory and Policy." The MIT press.

#### 4. UNA STIMA DEL LIVELLO DI EFFICIENZA DELLE SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO OPERANTI IN ITALIA<sup>♦</sup>

Il tema dell'efficienza degli intermediari finanziari e la valutazione dei principali indicatori di redditività, di rischiosità e di solidità patrimoniale sono stati oggetto di analisi in precedenti numeri di Osservatorio Monetario<sup>1</sup>. In questo contributo si propongono alcune riflessioni sul livello di efficienza di una particolare categoria di intermediari finanziari, le Società di gestione del risparmio (SGR), il cui ambito operativo ha subito negli ultimi anni rilevanti modifiche, anche a motivo dei riflessi generati dalla crisi finanziaria e dal mutato atteggiamento degli investitori nei confronti delle varie attività di intermediazione (ed in primis quella di *asset management*). Resta infatti da chiedersi se non sono cambiate o è da attendersi un'evoluzione delle strategie competitive degli intermediari operanti nell'ambito del risparmio gestito alla luce della recente evoluzione dei mercati finanziari e degli effetti di questa sul loro assetto organizzativo nonché sull'offerta dei servizi di investimento. Al riguardo si sottolinea che il rinnovato interesse per i modelli organizzativi dei soggetti deputati a erogare servizi di gestione del risparmio fa da eco, da un lato, alla necessità di individuare assetti produttivi più efficienti (in un contesto di rinvirgite istanze di tutela degli investitori in strumenti finanziari esposti alle turbolenze dei mercati borsistici) e dall'altro alle diffuse esigenze di economicità e di miglioramento della qualità dei servizi offerti.

<sup>♦</sup> A cura di Alberto Banfi, Giuliana Borello e Francesca Pampurini.

<sup>1</sup> Per tutti si rinvia all'analisi condotta da Baglioni-Petrella, OM 3/2003, e da Beccalli-Bongini-Patarnello, OM 1/2009.

La maggior parte degli studi empirici in materia di efficienza è focalizzata sull'industria bancaria. Soltanto una parte residuale si concentra sulle imprese di investimento in senso generale. In particolare mancano lavori relativi alle SGR. Presumibilmente, il motivo di tale carenza è dovuto, da un lato alla difficoltà di individuare una rappresentazione univoca e veritiera del processo produttivo dell'industria del risparmio gestito e, dall'altro, alla totale mancanza di dati. L'unico tentativo di indagare la redditività e le performance delle SGR italiane è piuttosto recente<sup>2</sup>, ma si fonda su un impianto teorico assai differente in quanto propone unicamente un confronto basato sui principali multipli di bilancio.

L'interesse degli studiosi per l'analisi dell'efficienza del settore bancario è in parte dovuto anche al fatto che questo settore è stato protagonista di numerosi cambiamenti strutturali nel corso degli ultimi decenni che ne hanno profondamente mutato la morfologia in tutti i principali paesi industrializzati. Gli studi in materia di efficienza si sono sviluppati secondo due direzioni. Una parte si è focalizzata sugli aspetti di policy con il principale obiettivo di valutare l'impatto delle scelte del legislatore in funzione del noto paradigma struttura-condotta-performance. A questo filone appartengono, ad esempio, i lavori che illustrano l'evoluzione degli indicatori di efficienza e di performance a seguito di eventi aziendali quali M&A, oppure che ne analizzano i legami con la forma organizzativa e manageriale della società stessa<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> Cfr. Geretto Morassut, 2010 e Bianchi, Miele (2011).

<sup>3</sup> A tale proposito si vedano i lavori di Belkaoui, Pavlik (1991), Cole, Mehran (1998), Bonin, Hasank, Bauer, Berger, Ferrier, Humphrey (1998), Esho (2001), Otten, Schweitzer (2002), Berkowitz (2003), Amel, Barnes, Panetta, Salleo (2004), Wachtel (2005), Iannotta, Nocera, Sironi (2007), García-Marco, Robles Fernández (2008), Ferris, Yan (2009), Kauko (2009).

Un secondo filone di ricerca si è concentrato, invece, sul confronto internazionale con l'obiettivo di individuare eventuali legami tra le caratteristiche strutturali di ciascun sistema nazionale e il livello di efficienza dei soggetti appartenenti a ciascun sistema<sup>4</sup>.

Per quanto concerne gli studi relativi alle imprese di investimento - che risultano più comparabili rispetto all'oggetto di studio del presente lavoro - si osserva che essi sono quasi tutti esclusivamente focalizzati sulla stima di economie di scala e di scopo. Questa parte della letteratura offre comunque numerosi spunti per quanto concerne i criteri di scelta del modello impiegato per descrivere la "tecnologia di produzione" caratteristica delle SGR<sup>5</sup>.

Al fine di definire il campo di indagine e la rilevanza quantitativa del fenomeno indagato, è opportuno rilevare che a fine 2010 in Italia risultano operative 195 Società di Gestione del Risparmio, di cui circa il 40% è specializzato nella gestione di fondi aperti e in altre gestioni (tra cui la gestione dei fondi pensione)<sup>6</sup>. Con riferimento al loro livello di redditività, l'esercizio 2010 si è concluso con un calo del livello degli utili netti (-9,3% rispetto all'anno precedente); ciò è dipeso prevalentemente dal venir meno di alcuni proventi straordinari (realizzati nel 2009), da una crescita - ancorché contenuta - dei costi operativi e dagli effetti di una lieve diminuzione del valore dei patrimoni gestiti. Va altresì segnalato che più di un terzo delle SGR ha chiuso l'esercizio 2010

con una perdita: di queste, più della metà sono società specializzate nel comparto dei fondi chiusi (in particolare di tipo immobiliare) che non hanno ancora raggiunto volumi di attività tali da consentire la copertura dei costi, trattandosi di operatori di recente costituzione<sup>7</sup>.

Negli ultimi anni le SGR sono state oggetto di particolare attenzione da parte della Consob e della Banca d'Italia. Dal 2008 Banca d'Italia, Consob e il Ministero dell'Economia e delle Finanze, con la partecipazione degli operatori interessati, hanno attivato un Gruppo di Lavoro sui fondi comuni italiani con il compito di esaminare le innovazioni normative e regolamentari necessarie per il rilancio dell'industria del risparmio gestito. Dalle analisi condotte<sup>8</sup> è emerso che i tre principali fattori a cui possono essere ricondotte le difficoltà del settore del risparmio gestito riguardano:

- le asimmetrie regolamentari tra i fondi comuni d'investimento rispetto alle polizze assicurative - previdenziali e alle obbligazioni bancarie;
- l'appartenenza delle SGR a gruppi bancari o assicurativi che vincolano il canale della distribuzione;
- il regime fiscale che penalizza i fondi italiani rispetto a quelli esteri.

In particolare, il secondo punto<sup>9</sup> risulta strettamente connesso all'analisi svolta nel presente lavoro in quanto la struttura proprietaria delle SGR ha un forte impatto sul suo modello di business sia in termini di scelte distributive, sia in termini di *pricing*. Da un'analisi recentemente

<sup>4</sup> Dietsch, Lozano-Vivas (2000), Udell (2000), Liu, Beccalli (2004), Bos Schmiedel (2007), Lensink, Meesters, Naaborg (2008), Berger, De Young, Genay, Beccalli, Frantz (2009), Bolt, Humphrey (2010), Molyneux, Wilson (2010).

<sup>5</sup> Tutti questi lavori (tranne Boscia 1997) concordano nell'utilizzare i ricavi quali misure di *output* e il costo del lavoro sommato al costo del capitale fisico quale misura di *input*.

<sup>6</sup> Cfr. Banca d'Italia, Relazione per l'anno 2010, pag. 201.

<sup>7</sup> Cfr. Banca d'Italia, Relazione per l'anno 2010, pagg. 216 ss.

<sup>8</sup> Rapporto del Gruppo di lavoro sui fondi comuni italiani "Fondi comuni Italiani: situazione attuale e possibili linee di intervento"- Luglio 2008

<sup>9</sup> Quest'ultimo punto è stato risolto recentemente tramite il "Decreto Mille proroghe" che sposta la tassazione sui fondi dal "maturato" al "realizzato" a partire dal 1° luglio 2011.

svolta dalla Consob è emerso che nelle realtà di gruppo “i prodotti delle società di gestione sono distribuiti essenzialmente da pochi intermediari, riconducibili al medesimo gruppo delle SGR stesse”. Inoltre, “le retrocessioni commissionali operate dalle SGR verso i distributori di gruppo risultano superiori alla media del mercato”<sup>10</sup>.

Il presente lavoro intende mettere in evidenza le peculiarità del processo produttivo delle SGR rispetto alle imprese del settore bancario (e finanziario in generale) proponendo una misura di efficienza in grado di incorporare le specificità di questa industria.

L’analisi viene condotta su un campione di SGR italiane mediante l’utilizzo di un modello econometrico per la misurazione delle *X-efficiencies* aziendali che comporta la stima di una frontiera efficiente (che rappresenta il caso “*best practice*”) con la quale viene confrontato ciascun soggetto appartenente al campione osservato.

## 1. La definizione del concetto di efficienza

L’analisi dell’efficienza degli intermediari finanziari è un tema assai diffuso in letteratura poiché cattura l’interesse di varie categorie di soggetti tra cui i *manager* e gli *stakeholder* (interessati principalmente alla massimizzazione dei profitti e alla minimizzazione dei costi), il legislatore e le autorità di vigilanza (interessate a valutare gli effetti delle loro decisioni sulla performance e sulla stabilità degli intermediari). Il tradizionale approccio all’analisi della performance degli intermediari finanziari basato su di un esame comparativo delle più note grandezze di bilancio (costi operativi, ricavi lordi, ROE, ROA, ecc.) è stato affiancato da tecniche in

grado di tenere conto anche di fattori strategici non rappresentati dalle grandezze contabili.

Questi modelli si basano sulla misurazione delle economie di scala e delle economie di scopo. In particolare, le economie di scala descrivono il processo attraverso il quale è possibile ridurre il costo medio dell’*output* aumentando la scala produttiva (a parità di altri fattori) e quindi la dimensione aziendale. Diversamente le economie di scopo descrivono il processo attraverso il quale è possibile ottenere un vantaggio di costo producendo un particolare mix di *output* il cui costo di produzione congiunta è inferiore alla somma dei costi di produzione separata<sup>11</sup>.

A partire dagli anni Novanta si sono affermati nella letteratura altri modelli, finalizzati allo studio dell’efficienza, in grado di tenere conto non soltanto dei fattori precedentemente citati, ma anche dei fattori discrezionali - rappresentativi dei processi decisionali dei *manager* - e delle variabili ambientali - rappresentative del contesto in cui le aziende operano. Questi modelli si basano sul concetto di *X-efficiencies* e sulla costruzione delle cosiddette frontiere efficienti. Questa tecnica si basa sul confronto tra la performance di ciascun intermediario osservato rispetto ai soggetti che giacciono sulla frontiera efficiente (*best practice*), a parità di una serie di fattori esogeni che caratterizzano l’ambiente in cui operano gli intermediari. Le determinanti delle *X-efficiencies* dipendono sia dalle abilità del management sia da fattori esterni all’azienda, che riflettono condizioni istituzionali e fattori strutturali. Per tale motivo i modelli basati sulla misurazione delle *X-efficiencies* sono preferibili, poiché sono in grado di tenere conto del contesto microeconomico generale in cui si inserisce l’attività di ciascun intermediario.

<sup>10</sup> Cfr. Consob, Relazione per l’anno 2010, pag. 200.

<sup>11</sup> Cfr. Panzar, Willig (1975, 1981).

Diversi studi empirici focalizzati esclusivamente sull'industria bancaria<sup>12</sup> hanno evidenziato non soltanto la presenza di forti inefficienze nel settore, ma hanno anche stimato che le *X-inefficiencies* ammontano ad un valore superiore al 20% dei costi delle aziende di credito, mentre le economie di scala e di scopo ne rappresentano meno del 5%. Ciò significa che le diverse abilità dei *manager* di tenere sotto controllo i costi e di incrementare i profitti hanno un impatto sulle performance aziendali largamente superiore rispetto ai vantaggi di costo derivanti dalla scelta della scala di produzione (dimensione aziendale) piuttosto che dal mix di prodotti.

In tale contesto, per valutare la performance è necessario definire la struttura del processo produttivo che caratterizza il processo tecnologico attraverso il quale gli *input* vengono trasformati in *output*. Una volta definita tale funzione è possibile calcolare il livello massimo degli *output* che possono essere prodotti utilizzando diverse combinazioni di *input*. Il principale problema nella misurazione di questa relazione funzionale concerne la mancanza di dati per il ricercatore esterno; per superare tale ostacolo è possibile sfruttare la relazione che lega la funzione di produzione (che rappresenta la tecnologia di produzione) e la funzione di costo minimo (o di profitto massimo)<sup>13</sup>. Una volta definita l'espressione algebrica della funzione di costo (o di profitto) è possibile ricavare le equazioni di produzione degli *output* e di domanda degli *input* che risolvono il problema di ottimizzazione.

Prima di procedere alla misurazione delle *X-efficiencies* è necessario, innanzitutto, definire cosa si intende per efficienza. La modellistica più diffusa in letteratura propone tre diversi concetti

di efficienza: efficienza di profitto standard, efficienza di profitto alternativa e efficienza di costo<sup>14</sup>.

L'efficienza di profitto standard misura la capacità di un intermediario di ottenere il massimo profitto dato un particolare livello dei prezzi degli *input* e degli *output*; tecnicamente essa è data dal rapporto tra i profitti effettivi stimati per ciascun soggetto e i profitti massimi stimati per il soggetto *best practice* del campione. Tale misura si ottiene dalla massimizzazione della funzione di profitto standard che specifica profitti variabili e assume come esogeni i prezzi. La funzione di profitto (espressa in forma logaritmica) è la seguente<sup>15</sup>:

$$\ln(\pi + \theta) = f(w, p, z, v) + \ln u_{\pi} + \ln \varepsilon_{\pi}$$

dove  $\pi$  rappresenta il profitto (variabile) dato dalla differenza tra i ricavi generati dagli *output* (interessi e commissioni) e dai costi espressi dalla funzione di costo,  $\theta$  è una costante aggiunta per rendere positivo l'argomento del logaritmo,  $w$  rappresenta i prezzi degli *input* variabili,  $p$  rappresenta i prezzi degli *output* variabili,  $z$  rappresenta le quantità di *input* e *output* fissi,  $v$  rappresenta il set di variabili istituzionali definite anche ambientali,  $\varepsilon$  è l'errore di stima e  $u$  rappresenta l'inefficienza.

L'efficienza standard di profitto risulta dunque:

$$\text{Std}\pi\text{EFF}^i = \frac{\hat{\pi}^i}{\hat{\pi}^{\max}} = \frac{e^{\hat{f}(p^i, w^i, z^i, v^i)} e^{\ln \hat{u}_{\pi}^i} - \theta}{e^{\hat{f}(p^i, w^i, z^i, v^i)} e^{\ln \hat{u}_{\pi}^{\max}} - \theta}$$

e rappresenta la quota di massimo profitto effettivamente ottenuta. Un valore pari a 70% sta ad indicare che l'intermediario in questione sta perdendo il 30% dei profitti rispetto alla miglior impresa del campione. Tale rapporto può essere al massimo pari a 1 (nel caso dell'impresa migliore), ma può anche assumere valori negativi dal momento che l'intermediario potrebbe anche perdere più del 100% dei suoi potenziali profitti.

<sup>12</sup> Berger, Hunter, Timme (1993) e Bauer (1993).

<sup>13</sup> Nella letteratura tale relazione è definita "principio di dualità". Per un approfondimento si vedano Diewert (1974), Shephard (1970) e Varian (1990).

<sup>14</sup> Cfr. Berger, Mester (1997), pag. 898.

<sup>15</sup> Cfr. Berger, Mester (1997), pag. 899.

Questo concetto di efficienza di profitto standard è particolarmente diffuso in letteratura poiché gode di tre importanti proprietà: innanzitutto tiene conto dell'inefficienza derivante sia dalla scelta degli *input* che degli *output*; in secondo luogo attribuisce pari importanza alla capacità del *manager* di far aumentare i ricavi marginali e/o di ridurre i costi marginali; da ultimo si basa su un confronto con l'impresa migliore del campione che rappresenta un punto di ottimo sulla frontiera.

L'efficienza di costo misura la differenza tra il livello dei costi di un dato intermediario rispetto ai costi che avrebbe sopportato l'impresa *best practice* per produrre lo stesso insieme di *output* date le medesime condizioni. Tale misura deriva da una funzione di costo (che rappresenta un caso speciale della funzione di profitto) in cui i costi  $c$  (variabili) dipendono dai prezzi degli *input* variabili  $w$ , dalle quantità degli *output* variabili  $y$ , da eventuali *input* e *output* fissi  $z$ , da fattori ambientali  $v$  e dall'inefficienza  $u_c$  (a meno di un termine di errore  $\varepsilon_c$ ). Essa è rappresentata dalla seguente equazione (espressa in termini logaritmici):

$$\ln c = f(w, y, z, v) + \ln u_c + \ln \varepsilon_c$$

da cui segue l'espressione dell'efficienza di costo calcolata come rapporto tra il livello di costo sopportato dall'intermediario *best practice* per produrre un dato livello di *output* e il costo effettivamente sopportato da ciascun intermediario per produrre il medesimo *output*<sup>16</sup>:

$$\text{CostEFF}^i = \frac{\hat{c}^{\min}}{\hat{c}^i} = \frac{e^{\hat{f}(w^i, y^i, z^i, v^i)} e^{\ln \hat{u}_c^{\min}}}{e^{\hat{f}(w^i, y^i, z^i, v^i)} e^{\ln \hat{u}_c^i}}$$

Questo indicatore misura la quota di costi o di ricavi utilizzati in maniera efficiente: ad esempio, come prima, un rapporto pari a 70% indica che l'intermediario è efficiente al 70% o, alternativamente, che sta sprestando il 30% dei

suoi costi rispetto alla migliore impresa del campione. Questo rapporto è sempre compreso tra 0 e 1 (quest'ultimo valore corrisponde all'impresa *best practice*).

Anche la funzione di costo risulta piuttosto diffusa in letteratura poiché anch'essa gode di alcuni vantaggi<sup>17</sup>. Innanzitutto assume come date le quantità degli *output* e non i prezzi, come nel caso della funzione di profitto; l'ipotesi di prezzi esogeni può risultare non appropriata nel caso degli intermediari finanziari, mentre più realistica appare l'ipotesi di prezzi funzione delle quantità.

Per superare alcune assunzioni alla base della funzione di profitto standard che non risultano particolarmente rappresentative della realtà in cui si inseriscono gli intermediari finanziari, Berger e Mester, nel 1997 hanno sviluppato la cosiddetta funzione di profitto alternativa. Quest'ultima è basata sulla stessa variabile dipendente della funzione di profitto e sulle stesse variabili indipendenti della funzione di costo: le quantità degli *output* sono considerate costanti, mentre i prezzi degli *output* possono variare. La funzione di profitto alternativa (in forma logaritmica) è la seguente<sup>18</sup>:

$$\ln(\pi + \theta) = f(w, y, z, v) + \ln u_{\pi} + \ln \varepsilon_{\pi}$$

L'efficienza di profitto alternativa misura lo scostamento del profitto di un intermediario rispetto al profitto del *best-practice* del campione a parità di quantità *output* (anziché di prezzi) ed è espressa dal seguente quoziente:

$$\text{Alt}\pi\text{EFF}^i = \frac{\hat{\pi}^i}{\hat{\pi}^{\max}} = \frac{e^{\hat{f}(p^i, w^i, z^i, v^i)} e^{\ln \hat{u}_{\pi}^i} - \theta}{e^{\hat{f}(p^i, w^i, z^i, v^i)} e^{\ln \hat{u}_{\pi}^{\max}} - \theta}$$

Date le caratteristiche del campione di SGR oggetto di analisi nel presente lavoro si è scelto di utilizzare la funzione di profitto alternativa (anziché la sua formulazione standard) poiché

<sup>16</sup> Cfr. Berger, Mester (1997), pag. 899.

<sup>17</sup> Cfr. Berger, Mester (1997), pag. 898.

<sup>18</sup> Cfr. Berger 1997, pag. 901.

essa è in grado di rappresentare meglio la realtà qualora si verificano uno o più dei seguenti casi:

- (i) i servizi finanziari non sono facilmente misurabili e non sono particolarmente differenziati;
- (ii) le imprese non sono in grado di produrre qualsiasi scala e qualsiasi combinazione di *output*, pertanto gli *output* stessi non possono essere considerati completamente variabili;
- (iii) il mercato non risulta perfettamente concorrenziale poiché le imprese hanno un forte potere nel fissare i prezzi dei loro prodotti/servizi;
- (iv) i prezzi degli *output* non sono misurati in maniera accurata<sup>19</sup>.

Per quanto concerne le SGR l'ipotesi di mercato non perfettamente competitivo illustrata al punto (iii) è realistica; inoltre, come indicato al punto (i), i prodotti/servizi offerti da ciascun intermediario sono caratterizzati da uno scarso livello di differenziazione; anche la seconda ipotesi, indicata al punto (ii), è ragionevolmente soddisfatta poiché le quantità prodotte non sono completamente variabili.

## 2. Le variabili di *input* e di *output*

Il presente lavoro indaga gli aspetti di (in)efficienza delle SGR attive in Italia impiegando l'approccio SFA illustrato in appendice. Per poter ottenere stime realistiche e accurate è fondamentale individuare le variabili chiave di *input* e di *output*. L'identificazione dei prodotti delle SGR risulta profondamente diversa rispetto al caso delle banche: pertanto, i risultati qui proposti non saranno comparabili né con le stime di efficienza proposte dalla letteratura, né con la scelta degli *input* e *output* proposti dal filone letterario riferito all'industria bancaria.

Trattandosi, quindi, di un tema innovativo verranno di seguito proposti tre diversi modelli caratterizzati da un diverso mix di *input/output* e basati su una diversa definizione della tecnologia di produzione.

Il processo produttivo delle SGR consiste nella fornitura di servizi di investimento collettivo<sup>20</sup> impiegando lavoro e capitale fisico e presupponendo una determinata dotazione patrimoniale. Gli *input* sono dunque rappresentati da questi ultimi tre elementi (il lavoro, il capitale fisico e il capitale finanziario) i cui prezzi sono definiti dal costo del personale, dalle spese operative (comprehensive delle immobilizzazioni sia materiali che immateriali) e dalla somma di commissioni passive e interessi passivi<sup>21</sup>. Con riferimento all'individuazione degli *output* il presente lavoro si differenzia dalla letteratura empirica ad oggi disponibile in quanto, diversamente dalle banche e dalle imprese di investimento, che offrono ai propri clienti una pluralità di prodotti/servizi, le SGR offrono di fatto unicamente il servizio di gestione collettiva del risparmio. Pertanto vi è un solo *output* da considerare. Per quanto concerne la scelta dei dati utilizzati nella stima degli *output* l'unica fonte disponibile al ricercatore esterno è rappresentata dai bilanci di esercizio che riportano sia valori di flusso, rappresentati nel conto economico, sia valori di *stock*, rappresentati nello stato patrimoniale. La letteratura in materia di efficienza (riferita soprattutto alle imprese di investimento) propone argomentazioni diverse circa la scelta tra queste due tipologie di

<sup>20</sup> Le SGR sono abilitate anche alla gestione di patrimoni individuali, tuttavia il nostro lavoro intende più che altro focalizzarsi sul vero e proprio *core business* inteso come gestione collettiva.

<sup>21</sup> Ciascun prezzo degli *input*, prima di essere utilizzato nel modello econometrico, viene rapportato al totale attivo (*total asset*) al fine di tenere conto delle differenze dimensionali tra le diverse SGR del campione.

<sup>19</sup> Cfr. Berger, Mester (1997), pag. 901.

variabili<sup>22</sup>. Alcuni lavori utilizzano i ricavi per misurare gli *output* basandosi sul presupposto che i principali prodotti offerti dalle imprese di investimento sono in realtà dei servizi e quindi sono meglio rappresentati da variabili di flusso<sup>23</sup>. Altri lavori, invece, utilizzano variabili di *stock* sostenendo che l'obiettivo di tali imprese consista nel massimizzare l'ammontare di negoziazione (nel caso dei lavori riferiti alle SIM) e il patrimonio in gestione<sup>24</sup>. L'utilizzo di dati di *stock* avrebbe anche l'ulteriore vantaggio di poter essere comparato con i risultati degli studi di efficienza del settore bancario nei quali vengono impiegate esclusivamente variabili di questo tipo.

In questa sede viene stimato il grado di efficienza delle SGR attive in Italia attraverso tre diverse specificazioni del modello econometrico utilizzando, alternativamente, le due diverse misure di *output*, l'una basata sui volumi, ossia su variabili *stock*, e l'altra basata sui flussi<sup>25</sup>. La TAB. 1 riporta la composizione delle voci di *input* e *output* per ciascun modello e la denominazione della variabile corrispondente.

Per ragioni di comparabilità con i risultati di precedenti studi in materia di efficienza, viene dapprima stimato il modello A basato su variabili *stock* rappresentate dalle più importanti voci di stato patrimoniale (ossia quelle che presentano una maggior incidenza sul totale delle attività): le attività finanziarie, i crediti e le attività fiscali<sup>26</sup>.

<sup>22</sup> Per una rassegna bibliografica sull'argomento si veda Beccalli (2001).

<sup>23</sup> Cfr Goldberg et al. (1991) e Anolli, Resti (1996).

<sup>24</sup> Cfr. Boscia (1997).

<sup>25</sup> Per effettuare la stima è stato impiegato il software FRONTIER Versione 4.1 (vedi Coelli, 1992), mentre per ottenere omogeneità lineare tra i dati sono state applicate delle restrizioni basate sulla normalizzazione della variabile "costi totali" e dei prezzi *input* riferiti al lavoro e al capitale fisico.

<sup>26</sup> La somma di queste tre voci rappresenta circa l'85% dell'attivo di Stato Patrimoniale. In media i crediti rappresentano il 53% del totale, le attività fiscali il 5% e le attività finanziarie il rimanente 27%. Queste ultime

Le attività finanziarie in portafoglio, costituite principalmente da obbligazioni, azioni e quote di OICR, vengono acquistate impiegando parte dei propri profitti, soprattutto commissioni attive, generati dall'attività di gestione. La voce crediti si riferisce, invece, alle commissioni attive – vantate nei confronti dei sottoscrittori delle quote degli OICR – maturate nel corso dell'ultimo mese di ciascun esercizio e che vengono incassate e liquidate il primo mese del successivo esercizio<sup>27</sup>. Per quanto concerne, invece, il secondo modello stimato nel presente lavoro (vedi tabella 1 modello B), esso è basato sull'utilizzo di una variabile di flusso quale misura di *output*; in particolare essa è rappresentata dal margine di intermediazione (dato dalla somma degli interessi attivi e delle commissioni incassate) poiché si presume che uno dei principali obiettivi del *manager* sia quello di massimizzare i ricavi derivanti dal servizio di gestione rappresentati – come noto – principalmente, in forma di commissioni.

Infine, il lavoro si differenzia dalla letteratura disponibile per un ulteriore aspetto: trattandosi di SGR che offrono unicamente servizi di risparmio gestito, è stata formulata una terza specificazione del modello econometrico (modello C) in cui la variabile *output* è rappresentata da uno *stock*, l'*asset under management* (AUM), ossia il valore del patrimonio in gestione affidato a ciascun soggetto di anno in anno.

rappresentano la somma di diverse voci contabili: attività finanziarie detenute per la negoziazione, attività finanziarie valutate al *fair value*, attività finanziarie disponibili per la vendita e attività finanziarie detenute sino a scadenza.

<sup>27</sup> Nel caso delle SGR appartenenti ad un gruppo la voce crediti comprende anche i trasferimenti temporanei (in forma di prestiti) effettuati a beneficio della holding o di altre società del gruppo, presumibilmente motivati da politiche di bilancio. Tale voce assume spesso importi consistenti.

**TAB. 1: Modelli per la stima della frontiera efficiente**

<b>Modello A</b>			
<i>Input*</i>		<i>Output</i>	
w <sub>1</sub> Capitale Umano: <i>Spese per il personale</i>		Attività finanziarie	y <sub>1</sub>
w <sub>2</sub> Capitale Finanziario = <i>Commissioni passive + interessi passivi</i>		Crediti	y <sub>2</sub>
w <sub>3</sub> Capitale Fisico = <i>Spese amministrative + rettifiche sulle attività materiali</i>		Attività Fiscali	y <sub>3</sub>
<b>Modello B</b>			
<i>Input*</i>		<i>Output</i>	
w <sub>1</sub> Capitale Umano = <i>Spese per il personale</i>		Margine di intermediazione	y <sub>1</sub>
w <sub>2</sub> Capitale Finanziario = <i>Commissioni passive + interessi passivi</i>			
w <sub>3</sub> Capitale Fisico = <i>Spese amministrative + rettifiche sulle attività materiali</i>			
<b>Modello C</b>			
<i>Input*</i>		<i>Output</i>	
w <sub>1</sub> Capitale Umano = <i>Spese per il personale</i>		Asset Under Management	y <sub>1</sub>
w <sub>2</sub> Capitale Finanziario = <i>Commissioni passive + interessi passivi</i>			
w <sub>3</sub> Capitale Fisico = <i>Spese amministrative + rettifiche sulle attività materiali</i>			

\* I tre valori di *input* per ciascuna SGR del campione sono stati tutti divisi per il totale attivo in modo tale da ottenere dati non distorti e poter confrontare SGR di diverse dimensioni con il medesimo modello econometrico.

### 3. Descrizione del campione e principali risultati

Il campione utilizzato per l'analisi è stato costruito sulla base delle informazioni presenti nell'albo delle SGR tenuto presso la Banca d'Italia. Come già anticipato il lavoro si focalizza sulle SGR operanti in Italia<sup>28</sup> che svolgono l'attività di gestione collettiva del risparmio tramite fondi comuni aperti; pertanto sono state escluse dal campione le SGR immobiliari e le società comunemente dette "alternative" o "speculative" e le SGR di *private equity* in quanto

<sup>28</sup> A questa categoria appartengono anche le SGR internazionali che hanno aperto una sede in Italia per agevolare l'operatività sul territorio nazionale.

caratterizzate da un processo gestionale completamente diverso<sup>29</sup>.

Il campione si compone dell'intera popolazione di SGR tradizionali attive nel periodo 2004-2009 per un totale di 81 società<sup>30</sup>. Si tratta di un campione *unbalanced* in quanto il numero di società attive in ciascuno degli anni considerati non è fisso; tale numero può variare, in diminuzione, a seguito dell'uscita dal mercato degli intermediari che cessano la propria attività o che vengono acquisiti da altre società; oppure può aumentare a seguito dell'entrata di nuovi operatori che ottengono l'autorizzazione da parte della Banca d'Italia (vedi TAB. 2).

**TAB. 2: Composizione del campione**

Periodo	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2004-2009
n. SGR osservate	70	73	69	65	60	58	81
n. bilanci analizzati	70	73	69	65	60	58	395

Fonte: Banca d'Italia – Albo delle SGR

La maggior parte delle società di gestione che compongono il campione osservato appartengono ad un gruppo: in particolare 61 SGR fanno capo ad un gruppo bancario e 5 SGR ad un gruppo assicurativo; risulta piuttosto esiguo il numero di società indipendenti. Rilevante è anche la quota

<sup>29</sup> La loro struttura di costo e di profitto risulta assai diversa rispetto alle SGR tradizionali poiché la loro attività di gestione presuppone un orizzonte temporale di lungo periodo e un livello di rischio marcatamente più elevato. Anche la normativa specifica riferita a queste particolari SGR presenta differenze significative in termini di obblighi informativi e patrimoniali (che sono decisamente inferiori rispetto alle società oggetto nella nostra analisi).

<sup>30</sup> È necessario precisare che di queste 81 società alcune svolgono sia attività di gestione di fondi comuni aperti, sia attività di gestione di fondi chiusi, immobiliari o di *private equity*, sebbene in misura ridotta.

delle società straniere, pari a 21, che pur avendo sede in Italia appartengono a loro volta ad un gruppo internazionale la cui holding non è una società di diritto italiano. Le SGR appartenenti ad un gruppo e le SGR straniere possono essere definite *captive* poiché le logiche gestionali seguite dai *manager* dipendono, almeno in parte, dalle politiche aziendali e dagli obiettivi della capogruppo. Inoltre, queste SGR possono sfruttare l'effetto benefico delle sinergie del gruppo soprattutto con riferimento alle reti di vendita, alla gestione del *back office* ed eventualmente anche degli immobili in cui si svolge l'attività lavorativa.

Le SGR attive in Italia e presenti nel campione oggetto di studio sono caratterizzate da una forte differenziazione in termini dimensionali: gli intermediari di maggiori dimensioni rappresentano soltanto una piccola quota del totale, mentre le società di dimensione medio-piccola risultano assai numerose. In particolare, i maggiori operatori presentano un totale attivo che si attesta, in media, attorno ad un valore di 538 milioni di Euro che risulta circa 102 volte più grande rispetto al totale attivo degli operatori di minori dimensioni (mediamente pari a 5,3 milioni di Euro)<sup>31</sup>.

Le variabili di *input* e *output* utilizzate per la stima del modello econometrico sono state estratte dai bilanci delle SGR depositati presso l'archivio della Camera di Commercio (CERVED). In totale sono stati raccolti e analizzati 395 bilanci (si veda la TAB. 2) relativi al periodo 2004-2009. Con riferimento a tale documentazione è necessario

illustrare alcune problematiche emerse in sede di raccolta dei dati. Innanzitutto, nel 2005 anche le società di gestione del risparmio hanno adottato i principi contabili internazionali che hanno impattato su una parte delle voci presenti in bilancio le quali risultano scarsamente comparabili con le voci presenti nei bilanci degli esercizi precedenti. In secondo luogo, durante il periodo osservato, lo schema di bilancio delle SGR predisposto dalla Banca d'Italia ha subito alcune variazioni; pertanto, per poter confrontare i risultati delle stime di efficienza riferite ad anni diversi è stato necessario operare alcune aggregazioni tra le voci di bilancio che costituiscono *input* e *output* del modello. Infine, un ultimo elemento di criticità è riconducibile alla variabile *Asset Under Management* (AUM) utilizzata nel modello C (vedi TAB. 1). La dimensione del patrimonio gestito non è una informazione che trova rappresentazione nei dati di bilancio, pertanto questi dati sono stati estratti dal database di Assogestioni e riguardano unicamente le SGR associate. Per procedere alla stima del modello econometrico è stato quindi necessario costruire un campione ridotto rispetto all'universo delle SGR tradizionali iscritte all'Albo che risulta costituito da 60 società.

L'analisi empirica presentata qui di seguito è stata condotta applicando la metodologia descritta in Battese e Coelli (1992) denominata *error component model*<sup>32</sup>.

---

<sup>31</sup> I maggiori operatori sono considerati quelli appartenenti all'ultimo quartile della distribuzione, ossia le 20 SGR che presentano i valori più elevati in termini di totale attivo. Analogamente gli operatori di minori dimensioni sono quelli appartenenti al primo quartile della distribuzione, ossia le 20 SGR che presentano i valori più contenuti in termini di totale attivo.

---

<sup>32</sup> Essa prevede la stima della funzione di frontiera stocastica su un *dataset* in cui si ipotizza che le variabili aziendali si distribuiscano come variabili casuali normali troncate che possono variare sistematicamente nel tempo. I parametri della frontiera stocastica vengono stimati con il metodo della massima verosimiglianza (*maximum likelihood*) che consiste nella massimizzazione della funzione di probabilità che rappresenta, appunto, la probabilità di osservare un determinato valore della variabile campionaria (nel nostro caso *lnTC*) dati i valori dei parametri oggetto di stima ( $\alpha_0, \alpha_i, \beta_i, \delta_i, \lambda_i, \xi, \tau, \rho, \alpha_i, \beta_i$ ).

Di seguito verranno presentati separatamente i risultati ottenuti applicando il modello A e il modello B rispetto ai risultati ottenuti dall'implementazione del modello C; tale separazione è necessaria in quanto il modello C è stato stimato su un campione ridotto (quello delle SGR italiane di tipo tradizionale aderenti ad Assogestioni); pertanto, per poter interpretare correttamente i risultati ottenuti è stato necessario effettuare nuovamente la stima dei modelli A e B sul medesimo campione ridotto.

Contrariamente a buona parte della letteratura in materia di *X-efficiencies*, l'analisi qui condotta ha misurato non soltanto l'efficienza di costo, ma anche l'efficienza di profitto basandosi sulla considerazione che il *manager* deve perseguire sia obiettivi di controllo dei costi che di crescita del profitto<sup>33</sup>.

La TAB. 3 presenta le stime delle *X-efficiencies* medie sul periodo totale e le stime del loro valor medio annuo ottenute mediante l'utilizzo dei modelli A e B descritti precedentemente e applicati all'intero campione. I dati evidenziano una forte coerenza tra i due modelli impiegati: infatti, gli indici di efficienza risultanti dal modello A sono molto simili (di poco superiori) a quelli risultanti dal modello B e anche la loro evoluzione temporale risulta coerente<sup>34</sup>. Il fatto che i due modelli rispettino le condizioni di coerenza, ossia l'equivalenza delle stime delle *X-efficiencies* ottenute usando ricavi o volumi,

<sup>33</sup> Il filone di ricerca orientato alla valutazione dell'efficienza di profitto trae origine da una critica mossa da Spong ai precedenti lavori che si focalizzavano unicamente sulla valutazione dell'efficienza in termini di costo: "una banca apparentemente inefficiente può sopportare costi più elevati al fine di produrre maggiori ricavi". Cfr. Spong et al. (1995).

<sup>34</sup> Il soddisfacimento delle condizioni di coerenza è confermato anche dal confronto dei dati presentati in Appendice che riportano le stime effettuate (e le loro statistiche descrittive) in maniera dettagliata per tutti i modelli utilizzati nel lavoro.

implica che il processo produttivo delle SGR possa essere ben descritto sia mediante variabili *stock*, che mediante variabili flusso.

Di seguito l'attenzione verrà focalizzata sui dati riferiti al modello B in quanto ritenuto maggiormente coerente con l'impianto teorico illustrato nel paragrafo 3.

**TAB. 3: Stima degli indici di efficienza sull'intero campione e sui singoli anni (valori percentuali)**

	<i>Cost efficiency</i>						Intero campione
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
<i>Modello A</i>	71,4	69,8	68,0	66,4	65,8	67,6	65,4
<i>Modello B</i>	63,8	63,1	62,2	62,5	61,3	62,2	61,9
	<i>Profit efficiency</i>						Intero campione
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
<i>Modello A</i>	73,5	73,8	73,7	73,1	73,2	73,1	72,9
<i>Modello B</i>	64,6	65,9	66,5	67,1	68,7	69,5	73,5

Fonte: nostre elaborazioni su dati CERVED

L'industria italiana del risparmio gestito presenta *X-efficiencies* medie in termini di costo di poco superiori al 60%; in particolare il modello A stima un indice di efficienza pari al 65,4%, mentre il modello B mostra un risultato pari al 61,9%.

La TAB. 3 mostra che l'indice di *cost efficiency* è decrescente nel periodo osservato (a meno di una lieve ripresa nell'ultimo anno). Tale risultato è presumibilmente legato non tanto ad una perdita di efficienza da parte delle imprese del campione, quanto piuttosto alle conseguenze della crisi mondiale degli ultimi anni. La massa dei patrimoni gestiti dalle SGR è diminuita a causa dell'agire congiunto di due fattori: la contrazione dei prezzi delle attività finanziarie, da un lato, e la disaffezione degli investitori dai prodotti di risparmio gestito, dall'altro. La diminuzione dell'*asset under management* ha avuto un impatto immediato sui conti economici delle SGR che

hanno subito una marcata contrazione dei proventi da commissioni.

Con riferimento all'efficienza di profitto, invece, i risultati sono diversi. La stima ottenuta dai due modelli è molto simile: l'indice di efficienza è pari al 72,9% nel caso del modello A e al 73,5% nel caso del modello B. Ciò significa che le SGR utilizzano in maniera efficiente poco più del 60% (questo dato è riferito all'indice di *cost efficiency* discusso prima) dei loro *input* e perdono mediamente il 27% (ossia 1 – 73%) dei ricavi che potrebbero ottenere impiegando al meglio i medesimi fattori produttivi.

Il confronto tra i parametri ottenuti dal modello A e dal modello B offre un ulteriore spunto di riflessione. Nel caso del modello basato su valori di *stock* (modello A), il livello medio di efficienza si mantiene costante nel tempo, mentre nel caso del modello basato su dati di flusso (modello B) l'indice di efficienza risulta in progressiva crescita all'interno del periodo osservato. Questa apparente contraddizione potrebbe essere dovuta agli effetti delle politiche di bilancio (di cui si è già parlato nel precedente paragrafo) subite dalle SGR appartenenti ad un gruppo volte a "riallocare" in maniera artificiale i risultati (positivi o negativi) tra le imprese appartenenti al medesimo gruppo. In quest'ottica la spiegazione dei diversi risultati prodotti dai due modelli è riconducibile al fatto che le politiche di gruppo hanno probabilmente avuto un impatto particolarmente positivo sui conti economici, mentre hanno lasciato pressoché inalterati gli stati patrimoniali.

### **Differenziazione e dimensione aziendale**

Un'altra differenza che caratterizza i risultati della stima dell'indice di *cost efficiency* rispetto all'indice di *profit efficiency* riguarda la disomogeneità dei soggetti del campione. La

TAB. 4 illustra le principali statistiche descrittive dei risultati relativi agli indici di efficienza calcolati con il modello A e con il modello B.

**TAB. 4: Statistiche descrittive delle stime di efficienza dell'intero campione (valori percentuali)**

	Modello A		Modello B	
	<i>Cost. eff.</i>	<i>Pr. eff.</i>	<i>Cost. eff.</i>	<i>Pr. eff.</i>
<b>Media</b>	65,4	72,9	61,9	73,5
<b>Mediana</b>	73,9	74,5	70,5	74,7
<b>Dev. St.</b>	16,4	9,73	17,7	9,05
<b>Min</b>	26,6	9,09	21,0	9,22
<b>Max</b>	96,7	91,4	95,3	90,4

Fonte: nostre elaborazioni su dati CERVED

L'analisi dell'efficienza in termini di costo evidenzia una forte differenziazione tra le SGR del campione oggetto di indagine (la deviazione standard risulta pari al 16,4% e 17,7%): ciò significa che la differenza tra la migliore società e la peggiore risulta molto marcata. Inoltre, risulta esservi un elevato numero di società caratterizzate da bassi livelli di efficienza a fronte di un esiguo numero di società più virtuose (infatti la mediana della distribuzione è superiore alla media).

Al contrario, l'analisi dell'efficienza in termini di profitto mostra una maggior uniformità tra le SGR analizzate. La differenza di efficienza tra la SGR più virtuosa e la media dell'intero campione oppure tra la SGR meno virtuosa e il medesimo valor medio risulta più contenuta: infatti la deviazione standard risulta pari al 9%. Inoltre, anche in termini di numerosità non si notano particolari squilibri: il numero dei soggetti che hanno ottenuto un indice di efficienza superiore alla media è sostanzialmente uguale al numero dei soggetti che hanno ottenuto un risultato inferiore

alla media (la mediana, infatti, si scosta minimamente dal valor medio)<sup>35</sup>.

Questa maggiore uniformità nei risultati relativi all'efficienza di profitto mette in evidenza una particolarità del mercato in cui operano le SGR: il livello di concorrenza tra gli operatori del settore, con riferimento alle caratteristiche dei prodotti offerti e al loro *pricing*, risulta piuttosto scarso.

Al contrario, le differenze riconducibili all'abilità del *manager* di ottimizzare il processo produttivo e ridurre al minimo i costi sono più evidenti. Ciò significa che l'attuale configurazione dell'industria del risparmio gestito italiana presenta possibilità di miglioramento in termini di efficienza che possono essere sfruttate modificando la morfologia del sistema. È lecito presumere che nel prossimo futuro anche questo settore potrà essere oggetto di importanti cambiamenti strutturali così come è avvenuto, nel corso degli ultimi decenni, nel sistema bancario.

Tale considerazione trova conferma nel confronto dei risultati della presente analisi rispetto ai risultati proposti dalla letteratura in materia di *X-efficiencies* e riferiti a operatori del mercato italiano.

Lo studio condotto da Beccalli (2004) su un campione di imprese di investimento italiane nel periodo 1995-1998 mostra che l'indice di efficienza in termini di costo si attesta su un livello pari a 58,4%.

Un secondo lavoro di Anolli e Resti (1996) focalizzato sulle società di intermediazione mobiliare italiane nell'anno 1993 indica un livello medio di efficienza pari a 59%-63%.

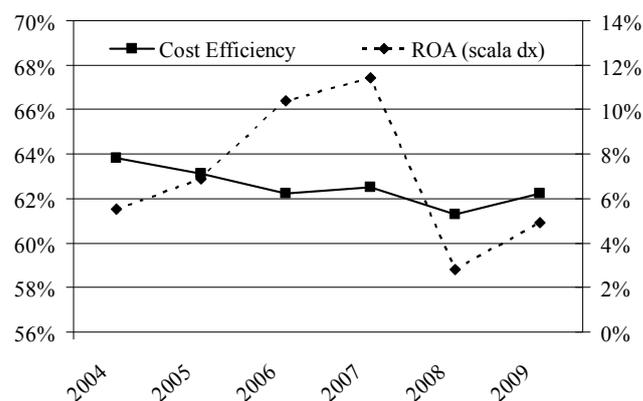
Questi risultati sono in linea con quelli ottenuti utilizzando il modello A che risulta più confrontabile con citati lavori in quanto impiega

unicamente variabili *stock* rappresentate da valori di bilancio (vedi TAB. 3).

Sebbene buona parte della letteratura in materia di efficienza si sia soffermata unicamente sull'analisi degli indicatori di *cost efficiency*, la necessità di valutare tale fenomeno anche in termini di profitto è avvalorata dai risultati di seguito proposti.

L'esame degli indici di redditività contabili (intesi in senso tradizionale) riferito all'universo delle SGR italiane di tipo tradizionale nel periodo 2004-2009 rivela che spesso il *manager* è disposto a sopportare una forte crescita dei costi aziendali pur di ottenere un lieve aumento della redditività.

**FIG. 1: Confronto tra ROA ed efficienza di costo**



Fonte: nostre elaborazioni su dati CERVED

La FIG. 1 mostra l'andamento dell'indicatore ROA (*return on assets*) riferito al dataset oggetto di indagine del presente lavoro e lo confronta con l'evoluzione dell'indicatore di efficienza di costo (stimato mediante il modello B). Nella prima parte del periodo considerato, il quadriennio 2004-2007, i due indici mostrano un andamento opposto; nell'ultimo biennio i valori non risultano più comparabili in quanto l'andamento fortemente altalenante del ROA è presumibilmente causato dagli effetti della recente crisi globale.

<sup>35</sup> In Appendice sono riportati i risultati delle stime di efficienza da costo e di profitto differenziate anno per anno (vedi tabelle A.1 e A.2).

Questo risultato (dicotomico) evidenzia ancora una volta la necessità di considerare la componente reddituale nei modelli di stima delle *X-efficiencies* e di offrirne un'interpretazione congiunta con le componenti di costo. In un'ottica di lungo periodo, infatti, è necessario che le SGR dimostrino di essere in grado di mantenere sotto controllo l'andamento dei costi: il continuo aumento delle voci di costo combinato con l'impossibilità di modificare prontamente e significativamente le condizioni di *pricing* dei prodotti offerti al mercato porterebbe gli operatori verso una situazione caratterizzata da un forte squilibrio reddituale generato dalle difficoltà di coprire i costi con i ricavi.

Al fine di investigare l'effetto della dimensione aziendale sulle *X-efficiencies*, il campione è stato suddiviso in quattro gruppi (quartili) in funzione del totale dell'attivo di bilancio. L'analisi è stata condotta sull'intero campione, costituito dall'universo delle SGR attive tradizionali, e sull'intero arco temporale oggetto di indagine (TAB. 5). I dati sono stati stimati sulla base del modello B e sono riferiti sia all'indicatore di *cost* che di *profit efficiency*.

Anche da questa analisi emerge una situazione di forte differenziazione per le SGR operanti nel nostro paese a motivo della presenza di un numero assai elevato di operatori di medio-piccole dimensioni che operano su scale operative piuttosto ridotte. Ciò si evince dal fatto che i dati rappresentati in TAB. 5 mostrano differenze contenute nell'ammontare medio del totale attivo dei primi tre gruppi osservati, mentre tale differenza risulta più marcata rispetto agli operatori appartenenti al quarto gruppo.

**TAB. 5: Dimensione e efficienza delle SGR (dati percentuali)**

	Total asset*	Cost efficiency				
		media	mediana	$\sigma$	min	max
1 Gruppo	5,285	82	83	11	61	95
2 Gruppo	17,100	67	70	17	37	92
3 Gruppo	42,343	63	64	16	21	84
4 Gruppo	537,889	59	54	19	32	90
	Total asset*	Profit efficiency				
		media	mediana	$\sigma$	min	max
1 Gruppo	5,285	75	75	2	70	80
2 Gruppo	17,100	73	74	5	60	78
3 Gruppo	42,343	73	74	7	59	90
4 Gruppo	537,889	73	75	16	9	89

\* il dato rappresenta il valor medio del periodo 2004-2009 ed è espresso in milioni di euro

Fonte: nostre elaborazioni su dati CERVED

Contrariamente a quanto ci si poteva attendere, le società di minori dimensioni risultano più virtuose rispetto ai grandi operatori, soprattutto con riferimento all'efficienza di costo (che decresce all'aumentare della dimensione aziendale). Anche in questo caso si confermano le disomogeneità all'interno del campione: nelle prime tre classi dimensionali gli operatori presentano indici di efficienza poco variegati e molto simili al valor medio della rispettiva classe di appartenenza; al contrario, i grandi intermediari presentano un'elevata variabilità (misurata dalla deviazione standard) all'interno della loro categoria.

Anche questo effetto appare coerente con alcuni risultati proposti dalla letteratura; in particolare il lavoro di Anolli e Resti (1996), riferito alle SIM, mostra che, nonostante le imprese di investimento meno efficienti siano le più piccole, fra gli operatori più efficienti vi sono alcune società medio-piccole, sebbene spesso si tratti di un'efficienza decrescente nel tempo.

La nostra analisi conduce a risultati analoghi a quelli di Boscia (1997), riferiti anch'essi alle SIM,

in cui si mostra che le società più efficienti sono le piccole imprese (con un indice di efficienza pari a 81%), mentre le meno efficienti sono le più grandi (con un valore pari a 73%).

#### 4. Analisi dei risultati riferiti al campione ridotto

Per quanto riguarda il terzo modello (modello C) presentato nel paragrafo 3 verranno illustrati di seguito i principali risultati. Esso è costruito utilizzando quale variabile di *output* il valore dell'*asset under management* fornito da Assogestioni. A tale proposito si ricorda che il campione utilizzato in questa analisi è meno numeroso rispetto al campione totale, pertanto si è provveduto a stimare nuovamente i modelli A e B sul nuovo campione ridotto. La TAB. 6 riporta i risultati delle stime.

**TAB. 6: Stima degli indici di efficienza sul campione ridotto** (valori percentuali)

	<i>Cost efficiency</i>						Intero campione
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
<b>Modello A</b>	63,0	61,0	60,5	59,7	61,8	63,0	64,2
<b>Modello B</b>	67,6	65,4	65,2	63,9	64,5	61,4	64,4
<b>Modello C</b>	40,7	39,5	39,3	38,3	40,4	40,9	42,2
	<i>Profit efficiency</i>						Intero campione
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
<b>Modello A</b>	56,0	56,2	54,4	52,8	49,0	47,0	49,7
<b>Modello B</b>	66,8	67,5	66,1	66,1	64,4	65,5	64,6
<b>Modello C</b>	48,1	49,6	49,8	51,4	49,5	49,9	47,8

Fonte: nostre elaborazioni su dati CERVED

Rispetto ai risultati presentati precedentemente si osservano due ordini di differenze. In primo luogo gli indici di efficienza, sia di costo che di profitto, si attestano su valori più contenuti; la differenza è minima con riferimento ai modelli A e B, mentre risulta piuttosto significativa per modello C. In

secondo luogo anche l'evoluzione temporale di tali indici nei sei anni osservati assume una diversa configurazione, soprattutto nel caso dell'efficienza di profitto che si presenta piuttosto stabile nel caso dei modelli B e C e marcatamente decrescente nel modello A.

#### 5. Conclusioni

Il presente lavoro mira quindi a comprendere le motivazioni dell'inefficienza reddituale delle SGR italiane. Nel loro lavoro è emerso che tra i principali fattori che ne limitano la crescita, vi è l'appartenenza delle SGR a gruppi bancari o assicurativi che vincolano il canale della distribuzione.

Questo studio si è focalizzato sulla stima delle *X-efficiencies* aziendali dal punto di vista dei costi e dei profitti delle SGR italiane, ossia stime di efficienza ottenute utilizzando dati di bilancio e modelli econometrici che si basano sull'identificazione di frontiere efficienti.

I modelli proposti hanno mostrato che l'industria del risparmio gestito presenta livelli medi di *X-efficiencies* del 61,9% in termini di costo e del 73,5% in termini di profitto. Inoltre, i risultati riguardanti l'efficienza di profitto evidenziano un elevato livello di concorrenza tra gli operatori che possono esser definiti *price-taker* nel fissare il *pricing* (commissioni) dei loro prodotti. Al contrario, permangono notevoli margini di miglioramento dal lato dei costi; ciò significa che le differenze riconducibili all'abilità del manager di ottimizzare il processo produttivo e ridurre al minimo i costi sono più evidenti. Coerentemente con altri lavori che hanno investigato l'efficienza di altri intermediari finanziari italiani, le SGR di minori dimensioni si sono dimostrate più virtuose rispetto ai grandi operatori, soprattutto con

riferimento all'efficienza di costo (che decresce all'aumentare della dimensione aziendale).

Dati questi presupposti è possibile attendersi che il settore delle società di gestione del risparmio composto da molte istituzioni per la maggior parte di piccole dimensioni (al pari del settore bancario un decennio fa) potrebbe essere oggetto di un processo di concentrazione che determinerà strutture di maggiori dimensioni. Come rilevato anche dalla Banca d'Italia nella relazione sul 2010, il settore del risparmio gestito dovrà omologarsi in tempi brevi alla qualità dei servizi offerti delle concorrenti europee.

#### **APPENDICE 1: IL MODELLO ECONOMETRICO PER LA STIMA DELL'EFFICIENZA**

Nonostante la letteratura empirica sia unanime nel definire il vantaggio delle *X-efficiencies* rispetto alla semplice misurazione delle economie di scala e di scopo, la modellistica che si è sviluppata nel corso del tempo è piuttosto eterogenea e i risultati ottenuti sono spesso diversi e poco comparabili tra loro.

La misurazione delle *X-efficiencies* è un approccio a due stadi: innanzitutto occorre scegliere il modello per la valutazione dell'efficienza; in secondo luogo è necessario definire una funzione per la stima della frontiera.

Per quanto concerne il primo punto si è scelto di utilizzare un approccio parametrico per due motivi: innanzitutto per via della maggior flessibilità del modello parametrico e, in secondo luogo, per poter confrontare i risultati con alcuni recenti studi empirici<sup>36</sup>. Una delle principali differenze tra l'approccio parametrico e non parametrico risiede nel fatto che il secondo è

rappresentato da un modello deterministico che non ammette la possibilità di errori di misurazione, oppure la possibilità che alcuni fattori casuali possano avere un impatto sulla performance o ancora che l'utilizzo di differenti principi contabili possa causare deviazioni tra i dati stimati e quelli reali. Pertanto la differenza tra il dato stimato su un soggetto e quello del *best practice* del campione viene interamente attribuita a inefficienza.

Una volta scelto il modello parametrico è necessario definire la forma funzionale della funzione di produzione, di costo o di profitto. I modelli proposti dalla letteratura sono tre e si differenziano tra loro nel modo in cui viene interpretato il *random error*, ossia l'errore di misurazione (che era assente nei modelli non parametrici): *Stochastic Frontier Approach* (SFA) noto anche come *Econometric Frontier Approach*, *Distribution Free Approach* (DFA) e, infine, *Thick Frontier Approach* (TFA)<sup>37</sup>.

In letteratura le opinioni riguardo i tre modelli sono piuttosto eterogenee; se tutti i metodi giungessero alla medesima stima di efficienza oppure a risultati poco differenti tra loro, il problema avrebbe solo rilevanza marginale; al contrario, invece, la scelta della tecnica di misurazione influenza profondamente il valore di efficienza misurato.

Dal punto di vista algebrico, nei modelli parametrici un intermediario è considerato

<sup>36</sup> Per una rassegna dettagliata delle differenze tra i due approcci si veda Berger e Humphrey (1997).

<sup>37</sup> Il metodo DFA assume che l'inefficienza di ciascuna impresa sia stabile nel tempo e che l'errore casuale tenda ad azzerarsi nel lungo periodo (Berger 1993, Berger, Humphrey 1992), mentre il metodo TFA assume che le differenze tra le performance dei soggetti appartenenti al più alto e al più basso quartile – calcolate all'interno del medesimo gruppo dimensionale – rappresentano il *random error*, mentre le differenze tra le performance dei soggetti del più alto e del più basso quartile rappresentano le inefficienze (Berger, Humphrey 1991 e 1992, Bauer et al. 1993 e Berger 1993).

inefficiente se la stima dei costi risulta superiore, oppure quella dei profitti inferiore, rispetto al soggetto *best practice* del campione dopo aver scorporato il *random error*; in altre parole ciò si verifica qualora i valori stimati di  $\ln u_c$ , di  $\ln u_\pi$  e di  $\ln u_{at}$  risultano diversi rispetto ai medesimi valori stimati per il *best practice*<sup>38</sup>. I tre metodi delineati in precedenza differiscono tra loro nella modalità con cui il termine  $\ln u$  viene scomposto nelle due componenti  $\ln u + \ln \varepsilon$ .

In questo lavoro si è scelto di utilizzare il metodo SFA. Tale approccio assume che la componente di disturbo sia composta da due parti: la prima rappresenta l'inefficienza (al pari dei modelli deterministici) colta dal termine  $\ln u$  che segue una distribuzione asimmetrica (in genere semi-normale), mentre la seconda ( $\ln \varepsilon$ ) rappresenta un vero e proprio errore casuale e segue una distribuzione simmetrica (generalmente la gaussiana). I valori di (in)efficienza di ciascun soggetto appartenente al campione sono calcolati sulla base della stima dei parametri di queste due distribuzioni, in particolare la misura di inefficienza deriva dalla media della distribuzione condizionata di  $\ln u$  dato  $\ln u + \ln \varepsilon$ , ossia  $\ln \hat{u} \equiv \hat{E}(\ln u | \ln u + \ln \varepsilon)$ <sup>39</sup>.

Per quanto concerne la formulazione algebrica della funzione di costo o di profitto da utilizzare nel modello SFA, la letteratura propone diverse soluzioni che si differenziano tra loro per la flessibilità, ossia la capacità di rappresentare diverse strutture di produzione, e per la capacità di rispettare alcune proprietà<sup>40</sup>. Esse sono la funzione *Cobb-Douglas*, la *Constant Elasticity of Substitution* e la funzione trans logaritmica (*Transcendental Logarithmic*). Le prime due sono caratterizzate da un'eccessiva rigidità, mentre la

terza risulta largamente più flessibile poiché ammette variabilità nell'elasticità di produzione e di sostituzione tra gli *input* e ammette, inoltre, curve di costo medio a forma di U. Per tali motivi – e per il fatto che risulta anche maggiormente diffusa nella letteratura da cui trae ispirazione il presente lavoro – si è scelto di rappresentare le funzioni di costo e di profitto mediante una *translog*. Nel nostro caso la funzione di costo trans logaritmica assume la forma:

$$\begin{aligned} \ln TC = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_i \ln y_i + \sum_{i=1}^n \beta_i \ln w_i + \\ & + \frac{1}{2} \left[ \sum_{i=1}^m \sum_{j=1}^m \delta_{ij} \ln y_i \ln y_j + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n \lambda_{ij} \ln w_i \ln w_j \right] + \xi \ln K \\ & + \frac{1}{2} \tau (\ln K)^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^m \rho_{ij} \ln w_i \ln y_j + \\ & + \sum_{i=1}^m \alpha_{ik} \ln y_i \ln K + \sum_{i=1}^n \beta_{ik} \ln w_i \ln K + \varepsilon_i \end{aligned}$$

dove TC è il costo totale,  $y_i$  il livello della produzione (ossia le quantità),  $w_i$  il prezzo degli *input*, K è il capitale finanziario, mentre  $\alpha$ ,  $\beta$ ,  $\gamma$ ,  $\delta$ ,  $\rho$  e  $\tau$  sono i coefficienti da stimare.

Vengono, inoltre, imposte le seguenti condizioni:

$$\begin{aligned} \delta_{ij} &= \delta_{ji} \text{ con } 1 < i, j < m \\ \lambda_{ij} &= \lambda_{ji} \text{ con } 1 < i, j < n \\ \sum \beta_i &= 1 \\ \sum \lambda_{ij} &= 0 \text{ con } 1 < j < n \\ \sum \rho_{ij} &= 0 \text{ con } 1 < j < m \end{aligned}$$

Tra le variabili della funzione trans logaritmica si è scelto di inserire anche il capitale finanziario per far sì che il modello sia in grado di tenere conto delle differenze dimensionali dei diversi soggetti appartenenti al campione. Infatti, i costi e i profitti delle imprese di maggiori dimensioni assumono, generalmente, valori più elevati rispetto alle imprese di minori dimensioni dando origine ad un

<sup>38</sup> Cfr. Berger 1997 pag 906.

<sup>39</sup> Cfr. Berger 1997 pag. 906.

<sup>40</sup> Cfr. Coelli et al. (1998).

termine di errore caratterizzato da una maggior varianza. Inserendo il capitale finanziario tra le variabili del modello è possibile controllare l'effetto dimensionale e ottenere una stima di efficienza omogenea per tutti i componenti del campione<sup>41</sup>.

La funzione di profitto alternativa è specificata in maniera del tutto analoga con l'unica differenza che la variabile dipendente diventa ora il profitto (anziché il costo) espressa come:

$$\ln(\pi + \theta)$$

dove  $\theta = |\pi^{\min} + 1|$  è una costante che viene aggiunta al profitto di ciascun soggetto in modo tale che l'argomento del logaritmo sia sempre positivo. Tale trasformazione è necessaria in quanto alcune aziende potrebbero avere in alcuni periodi anche profitti negativi (perdite). Tutte le altre variabili presenti nella *translog* rimangono, invece, identiche. Un altro aggiustamento che si rende necessario dal punto di vista algebrico è quello relativo agli *output* nulli. Non essendo definito il logaritmo nel punto zero è necessario operare un'opportuna rettifica in tutti i casi in cui uno o più *output* hanno valore zero<sup>42</sup>.

Un altro fattore importante ai fini della completa definizione del modello attiene alla scelta dei fattori di *input* e *output*. Affinché la stima di efficienza sia accurata è necessario che il set di *input output* scelto sia realmente rappresentativo del processo di produzione dei soggetti appartenenti al campione; per tale motivo nel presente lavoro verranno utilizzati diversi set di variabili e i risultati delle stime verranno tra loro confrontati in modo da poterne valutare la coerenza rispetto ai livelli di efficienza stimati e

all'identificazione delle imprese migliori e peggiori.

## APPENDICE 2: ANALISI DELLA SIGNIFICATIVITÀ STATISTICA ED ECONOMICA DEI MODELLI PROPOSTI

Nella presente Appendice vengono riportati alcuni dati statistici che descrivono con maggior dettaglio le caratteristiche dei modelli econometrici stimati nel lavoro.

In particolare le tabelle A.1 e A.2 presentano le principali statistiche descrittive dei risultati ottenuti nella stima dei modelli A, B e C applicati all'intero campione e al campione ridotto.

Le tabelle A.3, A.4 e A.5 riportano, invece, i coefficienti della frontiera efficiente (soltanto nel caso dei costi) stimati dai modelli econometrici presentati nel paragrafo 3.

L'entità e il segno di tali coefficienti rappresentano il legame che il modello di stima impone tra le variabili oggetto di osservazione; pertanto, offre alcuni spunti per una loro interpretazione in chiave economico-finanziaria.

Tutti i coefficienti stimati risultano statisticamente significativi (tranne quelli relativi al capitale finanziario K). Il coefficiente riferito all'*output* (indicato dalla variabile *y*) risulta positivo e statisticamente significativo e ciò è coerente con quanto accade nella realtà: all'aumentare del livello dell'*output*, aumentano anche i costi totali. Infatti, il valore del coefficiente di un *output* esprime l'impatto che l'incremento nella produzione di una data attività ha sulla formazione dei costi totali.

Per quanto concerne il valore di ciascun *output* al quadrato, il relativo coefficiente risulta sempre positivo e indica che un aumento del suo livello determina un incremento più che proporzionale dei costi totali.

<sup>41</sup> Per un approfondimento circa l'importanza del capitale finanziario ai fini della stima di efficienza e per una rassegna bibliografica a riguardo si veda Berger, Mester (1997), pag. 909.

<sup>42</sup> La trasformazione applicata è la Cox-box.

I prodotti incrociati tra le variabili *output* (presenti unicamente nel modello A) rappresentano la possibilità di sfruttare economie di scopo. Tuttavia nel nostro modello assumono segno negativo.

Il valore dei prezzi degli input (indicati con la variabile *w*) risulta positivo, ma scarsamente significativo.

Il termine costante (intercetta), che rappresenta l'ammontare dei costi fissi assume segno positivo e risulta statisticamente significativo.

Quasi tutti i parametri stimati assumono i segni attesi e mostrano di avere rilevanza statistica, pertanto il modello utilizzato per la stima delle *X-efficiencies* risulta avere significatività statistica ed economica.

**TAB. A.1: Stima delle *X-efficiencies* delle SGR nel periodo 2004-2009. Campione completo.**

Modello A						
X-eff	SGR	Media	Mediana	Std dev	Min	Max
Totale	81	0,654	0,739	0,164	0,266	0,967
X-eff	SGR	Media	Mediana	Std dev	Min	Max
2004	70	0,714	0,775	0,143	0,342	0,973
2005	73	0,698	0,741	0,146	0,319	0,971
2006	69	0,680	0,727	0,155	0,296	0,969
2007	65	0,664	0,712	0,163	0,273	0,967
2008	60	0,658	0,728	0,171	0,251	0,965
2009	58	0,676	0,722	0,155	0,302	0,963

Modello B						
X-eff	SGR	Media	Mediana	Std dev	Min	Max
Totale	81	0,619	0,705	0,177	0,210	0,953
X-eff	SGR	Media	Mediana	Stddev	Min	Max
2004	70	0,638	0,679	0,163	0,336	0,946
2005	73	0,631	0,676	0,165	0,328	0,945
2006	69	0,622	0,664	0,169	0,320	0,944
2007	65	0,625	0,664	0,167	0,311	0,943
2008	60	0,613	0,721	0,188	0,210	0,952
2009	58	0,622	0,722	0,184	0,202	0,951

**TAB. A.2: Stima delle *X-efficiencies* delle SGR nel periodo 2004-2009. Campione ridotto.**

Modello A						
X-eff	SGR	Media	Mediana	Std dev	Min	Max
Totale	60	0,642	0,729	0,182	0,240	0,969
X-eff	SGR	Media	Mediana	Stddev	Min	Max
2004	44	0,630	0,707	0,185	0,298	0,958
2005	43	0,610	0,680	0,188	0,281	0,956
2006	46	0,605	0,702	0,188	0,266	0,954
2007	44	0,597	0,717	0,197	0,250	0,952
2008	41	0,618	0,738	0,200	0,234	0,953
2009	41	0,630	0,727	0,191	0,226	0,950

Modello B						
X-eff	SGR	Media	Mediana	Std dev	Min	Max
Totale	60	0,644	0,693	0,174	0,358	0,961
X-eff	SGR	Media	Mediana	Stddev	Min	Max
2004	44	0,676	0,723	0,165	0,361	0,969
2005	43	0,654	0,700	0,171	0,338	0,967
2006	46	0,652	0,709	0,174	0,316	0,965
2007	44	0,639	0,687	0,173	0,294	0,963
2008	41	0,645	0,699	0,183	0,272	0,960
2009	41	0,614	0,680	0,193	0,250	0,958

Modello C						
X-eff	SGR	Media	Mediana	Std dev	Min	Max
Totale	60	0,422	0,526	0,235	0,138	0,948
X-eff	SGR	Media	Mediana	Stddev	Min	Max
2004	44	0,407	0,524	0,235	0,154	0,946
2005	43	0,395	0,513	0,232	0,150	0,945
2006	46	0,393	0,495	0,244	0,145	0,944
2007	44	0,383	0,489	0,241	0,140	0,944
2008	41	0,404	0,505	0,236	0,136	0,943
2009	41	0,409	0,521	0,232	0,131	0,942



**TAB. A.3: Parametri della frontiera stocastica stimati mediante il modello A**

Modello A			
Variabile	coefficiente	standard-error	t-ratio
interc	4,253	1,083	3,926
Alpha(Y1)	0,151	0,041	3,682
Alpha(Y2)	0,803	0,158	5,076
Alpha(Y3)	0,050	0,044	1,130
Beta(W1)	0,445	0,219	2,032
Beta(W2)	0,235	0,098	2,393
Delta(Y1*Y1)	0,034	0,005	6,886
Delta(Y1*Y2)	-0,042	0,006	-6,521
Delta(Y1*Y3)	-0,001	0,001	-0,517
Delta(Y2*Y2)	0,142	0,019	7,356
Delta(Y2*Y3)	-0,015	0,006	-2,630
Delta(Y3*Y3)	0,017	0,005	3,427
Lambda(W1*W1)	0,109	0,016	6,835
Lambda(W1*W2)	-0,084	0,007	-11,487
Lambda(W2*W2)	0,093	0,005	18,893
Rho(W1*Y1)	-0,004	0,005	-0,707
Rho(W1*Y2)	-0,034	0,017	-1,963
Rho(W1*Y3)	0,007	0,006	1,254
Rho(W2*Y1)	0,007	0,003	2,673
Rho(W2*Y2)	0,038	0,008	4,927
Rho(W2*Y3)	0,003	0,002	1,091
Xi(K)	-0,566	0,309	-1,833
Tao(K*K)	0,232	0,058	4,012
BetaK(W1*K)	0,026	0,034	0,761
BetaK(W2*K)	-0,016	0,013	-1,229
AlphaK(K*Y1)	0,015	0,008	1,859
AlphaK(K*Y2)	-0,141	0,028	-5,029
AlphaK(K*Y3)	0,005	0,008	0,652
sigma-squared	0,294	0,060	4,932
gamma	0,871	0,031	27,903
eta	-0,063	0,028	-2,234

log likelihood function = 53,746

LR test of the one-sided error = 151,30

**TAB. A.4: Parametri della frontiera stocastica stimati mediante il modello B**

Modello B			
Variabile	coefficiente	standard-error	t-ratio
interc	3,492	1,489	2,346
Alpha(Y1)	0,427	0,175	2,438
Beta(W1)	0,315	0,226	1,392
Beta(W2)	0,154	0,112	1,375
Delta(Y1*Y1)	0,114	0,008	14,357
Lambda(W1*W1)	0,117	0,015	7,701
Lambda(W1*W2)	-0,088	0,008	-10,754
Lambda(W2*W2)	0,096	0,005	17,507
Rho(W1*Y1)	-0,029	0,011	-2,638
Rho(W2*Y1)	0,037	0,006	6,588
Xi(K)	0,072	0,382	0,188
Tao(K*K)	0,166	0,057	2,896
BetaK(W1*K)	0,029	0,030	0,973
BetaK(W2*K)	0,003	0,015	0,181
AlphaK(K*Y1)	-0,107	0,022	-4,890
sigma-squared	0,361	0,069	5,215
gamma	0,858	0,030	28,167
eta	-0,022	0,020	-1,120

log likelihood function = -61.03

LR test of the one-sided error = 180.399

**TAB. A.5: Parametri della frontiera stocastica stimati mediante il modello C**

Modello C			
Variabile	coefficiente	standard-error	t-ratio
interc	-4,427	3,107	-1,425
Alpha(Y1)	1,015	0,280	3,630
Beta(W1)	0,227	0,303	0,749
Beta(W2)	0,684	0,168	4,085
Delta(Y1*Y1)	-0,031	0,022	-1,447
Lambda(W1*W1)	0,038	0,012	3,002
Lambda(W1*W2)	-0,002	0,008	-0,207
Lambda(W2*W2)	0,142	0,007	19,351
Rho(W1*Y1)	0,060	0,017	3,490
Rho(W2*Y1)	0,016	0,014	1,162
Xi(K)	0,608	0,531	1,146
Tao(K*K)	0,072	0,064	1,128
BetaK(W1*K)	-0,103	0,038	-2,718
BetaK(W2*K)	-0,032	0,028	-1,149
AlphaK(K*Y1)	-0,038	0,027	-1,397
sigma-squared	0,882	0,196	4,507
gamma	0,949	0,013	74,032
eta	-0,017	0,011	-1,481

log likelihood function = -55,65

LR test of the one-sided error = 216,093

## BIBLIOGRAFIA

- Aigner D.J., Lovell C.A.K. e Schmidt P., 1977, *Formulation and estimation of stochastic frontier production function models*, Journal of Econometrics 6, 21 – 37.
- Amel D., Barnes C., Panetta F., Salleo C., 2004, *Consolidation and Efficiency in the Financial Sector: A Review of the International Evidence.*, Journal of Banking and Finance, October 2004, v. 28, iss. 10, pp. 2493-2519.
- Anolli M. Resti A., 1996, *L'efficienza nell'industria dei servizi mobiliari. Il caso delle SIM di negoziazione*, Il mulino, Bologna.
- Banca d'Italia, 2009, *Istruzioni per la redazione dei bilanci degli intermediari finanziari iscritti nell'"elenco speciale"*, degli IMEL, delle SGR e delle SIM.
- Banca d'Italia, *Relazione per l'anno 2010*
- Basili M., Fontini F., 2007, *Cost Efficiency of Italian Investment Firms*, Studi e Note di Economia. Anno XII, n. 2-2007, 171-181.
- Battese G.E. e Coelli T.J., 1995, *A model for technical inefficiency effect in a stochastic frontier production function for panel data*, Empirical Economics 20, 325 – 332.
- Bauer P.W., Berger A.N., Ferrier G.D. e Humphrey D.B., 1997, *Consistency Conditions for Regulatory Analysis of Financial Institutions, A comparison of Frontier Efficiency Methods*, Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, n. 50.
- Beccalli E., 2004, *Cross-Country Comparisons of Efficiency: Evidence from the UK and Italian Investment Firms.*, Journal of Banking and Finance.
- Berger A.N., DeYoung R., Genay H., Udell G.F., 2000, *Globalization of Financial Institutions: Comments and Discussion. Evidence from Cross-Border Banking Performance*, Brookings-Wharton Papers on Financial Services, 2000, pp. 23-120.
- Berger A.N., Humphrey D.B., 1991, *The dominance of inefficiencies over scale and product mix economies in banking*, Journal of Monetary Economics 28, 117 – 148.
- Berger A.N., Humphrey D.B., 1997, *Efficiency of financial institutions: International survey and directions for future research*, European Journal

of Operational Research, April 1997, v. 2, pp. 175-212

· Berger A.N., Mester L.J., 1997, *Inside the Black Box: What Explains Differences in the Efficiencies of Financial Institutions?*, Journal of Banking and Finance, July 1997, v. 21, iss. 7, pp. 895-947

· Berkowitz M.K., Qiu J., 2003, *Ownership, Risk and Performance of Mutual Fund Management Companies.*, Journal of Economics and Business, March-April 2003, v. 55, iss. 2, pp. 109-34

· Bianchi M.L., Miele M.G. 2011, *I fondi comuni aperti in Italia: performance delle società di gestione del risparmio*, Temi di discussione Banca d'Italia, Febbraio 2011

· Bolt W., Humphrey D., 2010, *Bank Competition Efficiency in Europe: A Frontier Approach*, Journal of Banking and Finance, August 2010, v. 34, iss. 8, pp. 1808-17

· Bonin J., Hasan I., Wachtel P., 2005, *Bank Performance, Efficiency and Ownership in Transition Countries*, Journal of Banking and Finance, Special Issue January 2005, v. 29, iss. 1, pp. 31-53

· Bos J.W.B., Schmiedel H., 2007, *Is There a Single Frontier in a Single European Banking Market?*, Journal of Banking and Finance, July 2007, v. 31, iss. 7, pp. 2081-2102

· Boscia V., 1997, *An analysis of the impact of EU investment services Directive on SIM's*, Dissertation for the M.A. Banking and Finance, University of Wales, Bangor.

· Cihak M. Hesse H., 2007, *Cooperative Banks and Financial Stability*, International Monetary Fund, IMF Working Papers: 07/2

· Coelli T.J., 1992, *A computer program for Frontier Production Function Estimation - FRONTIER, Version 2.0*, Economic Letters 39, 29-32.

· Cole R.A., Mehran H., 1998, *The Effects of Changes in Ownership Structure on Performance: Evidence from the Thrift Industry.*, Journal of Financial Economics, Vol. 50, 1998

· CONSOB, 2008, *Rapporto del Gruppo di lavoro sui fondi comuni italiani: Fondi comuni Italiani: situazione attuale e possibili linee di intervento-*

· "De Siano R., 2002, *Approccio Stocastico Alla Frontiera Efficiente Del Sistema Bancario Italiano: Una Stima Dell'Inefficienza Tecnica E Delle Sue Determinanti*, RePEc:prtwpaper:1\_2002,

· Dietsch M., Lozano-Vivas A., 2000, *How the Environment Determines Banking Efficiency: A Comparison between French and Spanish Industries.*, Journal of Banking and Finance, June 2000, v. 24, iss. 6, pp. 985-1004

· Esho N., 2001, *The Determinants of Cost Efficiency in Cooperative Financial Institutions: Australian Evidence.*, Journal of Banking and Finance, May 2001, v. 25, iss. 5, pp. 941-64

· Ferris S.P., Yan X., 2009, *Agency Costs, Governance, and Organizational Forms: Evidence from the Mutual Fund Industry.*, Journal of Banking and Finance, April 2009, v. 33, iss. 4, pp. 619-26

· Garcia-Marco T., Robles-Fernandez M.D., 2008, *Risk-Taking Behaviour and Ownership in the Banking Industry: The Spanish Evidence*, Journal of Economics and Business, July-August 2008, v. 60, iss. 4, pp. 332-54.

· Geretto E., Morassut R., 2010, *La valutazione delle performance economico - operative delle società di gestione del risparmio*, Banche e banchieri 6, 452 – 470.

· Hannan T.H., Hanweck G.A., 1988, *Bank Insolvency Risk and the Market for Large Certificates of Deposit*, Journal of Money, Credit, and Banking, May 1988, v. 20, iss. 2, pp. 203-11

· Havrylchuk O., 2006, *Efficiency of the Polish Banking Industry: Foreign versus Domestic Banks.*, Journal of Banking and Finance, July 2006, v. 30, iss. 7, pp. 1975-96

· Iannotta G., Nocera G., Sironi A., 2007, *Ownership Structure, Risk and Performance in the European Banking Industry*, Journal of Banking and Finance, July 2007, v. 31, iss. 7, pp. 2127-49

· Jensen M.C., Meckling W.H., 1976, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.*, Journal of Financial Economics, October 1976, v. 3, iss. 4, pp. 305-60

· Kauko K., 2009, *Managers and Efficiency in Banking.*, Journal of Banking and Finance, March 2009, v. 33, iss. 3, pp. 546-56



- Konishi M., Yasuda Y., 2004, *Factors Affecting Bank Risk Taking: Evidence from Japan*, Journal of Banking and Finance, January 2004, v. 28, iss. 1, pp. 215-32
- Lensink R., Meesters A., Naaborg I., 2008, *Bank Efficiency and Foreign Ownership: Do Good Institutions Matter?*, Journal of Banking and Finance, May 2008, v. 32, iss. 5, pp. 834-44
- Liu H., Molyneux P., Wilson J.O.S., 2010, *Competition and Stability in European Banking: A Regional Analysis*, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1670744>.
- Molyneux P., Altunbas Y. e Gardener E., 1996, *Efficiency in European banking*, John Wiley and Sons, Chichester.
- Otten R., Schweitzer M., 2002, *A comparison between the European and the U.S. Mutual Fund Industry.*, Managerial Finance, Vol. 28 N. 1 2002.
- Resti A., 1997, *Evaluating the cost-efficiency of the Italian Banking system: what can be learned from the joint application of parametric and non-parametric techniques*, Journal of Banking and Finance, 21, pp. 221 - 250.
- Riahi-Belkaoui A., Pavlik E., 1991, *Asset Management Performance and Reputation Building for Large U.S. Firms.*, British Journal of Management, (1,1991): 231-238
- Scherer B., 2010, *A Note on Asset Management and Market Risk.*, Financial Markets and Portfolio Management, September 2010, v. 24, iss. 3, pp. 309-20
- Spong, K. Sullivan, R.J. e DeYoung, R., 1995, *What make a bank Efficient? A look at Financial Characteristics and Bank Management and Ownership Structure*, Financial Industry Perspective, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Varian H.R., 1990, *Intermediate Economics, A Modern Approach*, Second edition, Norton, New York.

## 5. FEDERALISMO FISCALE: A CHE PUNTO SIAMO? ♦

La Legge Delega 42/2009, meglio nota come Legge Calderoli, ha riavviato il cammino verso l'attuazione dell'art. 119 del Titolo V della Costituzione, come riscritto nel 2001, che sancisce l'autonomia finanziaria di entrata e di spesa dei governi territoriali. Le pagine che seguono sono in primo luogo dedicate all'analisi dei contenuti essenziali della Delega; in secondo luogo, fanno il punto sui decreti legislativi, recentemente varati dal Governo, per ciò che concerne i rapporti finanziari tra Stato centrale, Regioni ed enti locali, in particolare i Comuni. Al fine di fornire al lettore maggiori elementi di valutazione, vengono presentati, ove possibile, anche dati e simulazioni, che contribuiscono a chiarire i probabili futuri scenari della finanza territoriale in Italia.

### 1. La Legge Delega 42/2009: linee guida

L'approvazione della L. 42/2009 *“Delega al Governo in materia di federalismo fiscale, in attuazione dell'articolo 119 della Costituzione”* ha segnato la ripresa del cammino verso la costruzione di un sistema compiuto di federalismo fiscale, con l'obiettivo di assicurare *“autonomia di entrata e di spesa di Comuni, province, città metropolitane e regioni e garantendo i principi di solidarietà e di coesione sociale, in maniera da sostituire gradualmente, per tutti i livelli di governo, il criterio della spesa storica e da garantire la loro massima responsabilizzazione e l'effettività e la trasparenza del controllo democratico nei confronti degli eletti”*.

I principi guida per il disegno dell'assetto finanziario di tutti i governi territoriali sono contenuti nell'art. 2 della Delega, dove si afferma innanzitutto che *“le risorse derivanti dai tributi e dalle entrate proprie, dalle partecipazioni al gettito di tributi erariali e dal fondo perequativo consentono di finanziare integralmente il normale esercizio delle funzioni pubbliche attribuite”*. Si configurano pertanto due categorie di entrate: le entrate proprie e il Fondo perequativo. In secondo luogo, si afferma che *il costo e il fabbisogno standard* sono gli indicatori rispetto ai quali *comparare e valutare l'azione pubblica*. Si stabilisce infine che il criterio della spesa storica è sostituito dal criterio *del fabbisogno standard per il finanziamento dei livelli essenziali di cui all'articolo 117, secondo comma, lettera m), della Costituzione, e delle funzioni fondamentali di cui all'articolo 117, secondo comma, lettera p), della Costituzione* e dal criterio della *perequazione della capacità fiscale per le altre funzioni*.

Vale la pena di ricordare che il finanziamento secondo la spesa storica garantisce a ciascun governo territoriale risorse di ammontare più o meno pari a quelle ricevute nel passato; con il criterio del fabbisogno *standard*, invece, il finanziamento è determinato sulla base di una spesa normalizzata secondo un criterio predefinito. È anche opportuno sottolineare che il finanziamento basato sul fabbisogno garantisce una perequazione del 100% delle risorse necessarie a finanziare la spesa *standard*, mentre il principio della capacità fiscale implica una perequazione inferiore al 100% e fa riferimento alla capacità dei diversi territori di raccogliere gettito fiscale.

---

♦ A cura di Maria Flavia Ambrosanio e Paolo Balduzzi.

### ***La finanza delle Regioni a Statuto ordinario***

Per quanto riguarda i rapporti finanziari tra lo Stato centrale e le Regioni a statuto ordinario, la Delega introduce innanzitutto il principio generale per cui i tributi regionali e le compartecipazioni ai tributi erariali devono assicurare il finanziamento delle spese derivanti dall'esercizio delle funzioni che rientrano nella loro competenza esclusiva e concorrente, nonché le spese relative a materie di competenza esclusiva statale per le quali le Regioni esercitano competenze amministrative.

I tributi regionali sono costituiti da tributi propri derivati (istituiti e regolati da leggi statali, il cui gettito è attribuito alle Regioni), addizionali sulle basi imponibili dei tributi erariali e tributi propri (istituiti da leggi regionali, purché non riguardino presupposti già assoggettati ad imposizione erariale)<sup>1</sup>.

La Delega individua poi tre differenti categorie di spese, a seconda delle loro finalità:

- a) spese riconducibili al vincolo dell'art. 117, secondo comma, lettera m), della Costituzione, ovvero le spese connesse ai livelli essenziali delle prestazioni concernenti i diritti civili e sociali che devono essere garantiti su tutto il territorio nazionale (si tratta in pratica delle prestazioni relative a sanità, istruzione e assistenza sociale);
- b) spese non riconducibili al vincolo dell'art. 117, per le quali non sussiste un interesse di carattere nazionale;
- c) spese volte a promuovere lo sviluppo economico, la coesione e la solidarietà

---

<sup>1</sup> Per i tributi propri derivati e le addizionali, i margini di autonomia consistono nella possibilità di modificare le aliquote e disporre esenzioni, detrazioni e deduzioni, nei limiti fissati dalla legislazione statale. Il gettito dei tributi derivati e delle compartecipazioni è attribuito alle Regioni secondo il criterio della territorialità.

sociale, a rimuovere gli squilibri economici e sociali, a favorire l'effettivo esercizio dei diritti della persona.

Per queste tre categorie di spesa sono previste modalità di finanziamento differenti.

Le spese della prima categoria sono finanziate in base al principio del fabbisogno, trattandosi di spese che le Regioni sono obbligate a sostenere, e compete allo Stato garantire che ciascuna Regione disponga delle risorse necessarie alla loro integrale copertura. Tali risorse provengono dal gettito, valutato ad aliquota e base imponibile uniformi, dei tributi propri, dell'addizionale all'IRPEF e della compartecipazione all'IVA, a cui si affianca il fondo perequativo, che ha la funzione di integrare le entrate tributarie, laddove queste risultassero insufficienti.

La determinazione dell'ammontare complessivo delle risorse necessarie a finanziare le spese della prima categoria e quindi anche del fondo perequativo dipende dalla definizione del fabbisogno, che non si identifica più con la spesa storica, ma è un *fabbisogno standard*, da calcolarsi sulla base dei costi *standard* e delle quantità dei servizi erogate ai livelli essenziali, al fine di individuare le aree di inefficienza e penalizzarle al momento dell'attribuzione dei finanziamenti. La Delega non specifica che cosa debba esattamente intendersi per costo *standard* e demanda ai decreti attuativi la sua definizione.

Le spese appartenenti alla seconda categoria sono invece finanziate secondo il principio della capacità fiscale, con l'abolizione degli attuali trasferimenti e la loro sostituzione con un'altra addizionale all'IRPEF, la cui aliquota è stabilita in modo da garantire, al tempo zero, un gettito di ammontare pari a quello dei trasferimenti soppressi. In questo caso, la perequazione delle risorse non è del 100%, essendo l'obiettivo

quello di ridurre ma non eliminare i differenziali nella capacità di spesa delle diverse Regioni; la perequazione della capacità fiscale avviene rispetto al gettito della nuova addizionale all'IRPEF: le Regioni con un gettito pro capite superiore a quello medio nazionale non ricevono risorse dal fondo perequativo; le Regioni con un gettito pro capite inferiore a quello medio nazionale partecipano alla ripartizione del fondo<sup>2</sup>.

Le spese della terza categoria sono infine finanziate dai contributi speciali dal bilancio dello Stato, dai finanziamenti dell'Unione Europea e dai co-finanziamenti nazionali.

Viene opportunamente prevista una fase di transizione verso il nuovo regime, della durata di cinque anni, durante i quali in ciascuna Regione la spesa storica dovrebbe convergere al fabbisogno *standard*. Per le spese soggette al vincolo della lettera m), la fase di transizione inizia a partire dall'effettiva determinazione del contenuto finanziario dei livelli essenziali delle prestazioni, che coincidono con quelli attuali, fino alla loro nuova determinazione, con legge dello Stato<sup>3</sup>. Per le altre spese, è prevista una deroga, se al momento dell'attuazione dei decreti legislativi dovessero emergere per alcune Regioni scostamenti significativi tra fabbisogno

---

<sup>2</sup> Ai fini della perequazione per capacità fiscale, si considera anche la dimensione demografica della Regione, con una correzione che tenga conto del fatto che i costi fissi dell'apparato politico ed amministrativo hanno una maggiore incidenza pro capite nelle piccole Regioni che in quelle di grandi dimensioni.

<sup>3</sup> Durante la fase transitoria, è inoltre garantita alle Regioni la differenza, se negativa, tra il gettito previsto e il gettito effettivo dei tributi e compartecipazioni destinati al finanziamento delle spese soggette al vincolo della lettera m); al contrario, viene acquisita al bilancio dello Stato un'eventuale differenza positiva.

effettivo e fabbisogno *standard*; lo Stato potrebbe attivare meccanismi correttivi di natura compensativa durante il periodo transitorio, in presenza di un piano di riorganizzazione degli enti interessati.

### ***La finanza dei Comuni***

Il quadro delineato per la finanza locale non è sostanzialmente diverso da quello della finanza regionale.

Anche le spese dei Comuni sono suddivise in tre categorie: spese per le funzioni fondamentali (art. 117, secondo comma, lettera p), della Costituzione), individuate dalla legislazione statale; spese relative alle altre funzioni; spese per interventi speciali, soprattutto a favore di particolari territori.

Analoghi sono i meccanismi di finanziamento, tendenti al superamento della spesa storica, con la soppressione dei trasferimenti statali e regionali, ad eccezione di quelli perequativi.

Le spese per le funzioni fondamentali sono determinate sulla base del fabbisogno *standard*, calcolato per i livelli essenziali delle prestazioni, e finanziate da tributi propri, compartecipazioni e addizionali al gettito di tributi erariali e regionali e dal fondo perequativo. In particolare, la Delega fa riferimento alle compartecipazioni all'IVA e all'IRPEF e alle imposte immobiliari, purché non colpiscano l'abitazione principale.

Il fondo perequativo (istituito nel bilancio della Regione di appartenenza) è alimentato da un fondo perequativo dello Stato, a sua volta alimentato dalla fiscalità generale, ed è di ammontare pari alla differenza tra il fabbisogno *standard* per le funzioni fondamentali<sup>4</sup> e il totale

---

<sup>4</sup> Le Regioni avrebbero la facoltà di intervenire nella determinazione dei *fabbisogni standard* e, nell'ambito delle risorse assegnate dallo Stato ai Comuni a titolo di fondo perequativo, effettuare proprie valutazioni di spese correnti ed entrate standardizzate e stime autonome dei fabbisogni di

delle entrate standardizzate di applicazione generale spettanti ai Comuni (con esclusione di eventuali imposte di scopo e trasferimenti e contributi per interventi speciali). Esso dovrebbe finanziare anche parte della spesa in conto capitale. Per il finanziamento della spesa corrente per le funzioni fondamentali, a ciascun Comune spetta una quota calcolata in base ad un indicatore di fabbisogno finanziario, risultante dalla differenza tra il valore standardizzato della spesa corrente al netto degli interessi e il valore standardizzato del gettito dei tributi<sup>5</sup>.

Le spese comunali diverse dalle funzioni fondamentali sono invece finanziate con tributi propri e compartecipazioni e la perequazione avviene sulla base della capacità fiscale. Anche per i Comuni, la ripartizione del fondo per ridurre le differenze tra le capacità fiscali implica una correzione per la dimensione demografica (l'ammontare dei trasferimenti è funzione inversa della dimensione demografica) ed inoltre, al fine di incentivare unioni e fusioni tra Comuni, sono previsti meccanismi premianti, sotto forma di maggiore autonomia impositiva o maggiori aliquote di compartecipazione ai tributi erariali.

Anche in questo caso, il superamento della spesa storica dovrebbe avvenire in un periodo di cinque anni, con la garanzia che il gettito derivante dalle nuove entrate, per il complesso

---

infrastrutture, in modo da rideterminare i parametri per il riparto del Fondo.

<sup>5</sup> In particolare, la Delega prevede che la spesa corrente standardizzata sia calcolata sulla base di una quota pro capite uniforme, corretta per tenere conto dei differenziali di spesa che derivano dall'ampiezza demografica, dalle caratteristiche del territorio e dalle caratteristiche demografiche, sociali e produttive dei diversi enti. Per la spesa in conto capitale, si fa invece riferimento ad indicatori di fabbisogno di infrastrutture.

dei Comuni, sia non inferiore ai trasferimenti destinati al finanziamento delle spese per funzioni fondamentali ed altre funzioni; l'entità del fondo perequativo, sempre per il complesso dei Comuni, sarebbe pari alla differenza fra i trasferimenti statali soppressi, esclusi i contributi per lo sviluppo, e le maggiori entrate spettanti al posto di tali trasferimenti.

In attesa delle norme che individuino le funzioni fondamentali dei Comuni<sup>6</sup>, il fabbisogno è finanziato considerando l'80% delle spese come fondamentali ed il restante 20% come non fondamentali; l'80% delle spese è finanziato con le entrate derivanti dall'autonomia finanziaria, comprese le compartecipazioni a tributi erariali, e dal fondo perequativo; il 20% delle spese è finanziato dalle entrate derivanti dall'autonomia finanziaria, comprese le compartecipazioni a tributi regionali, e dal fondo perequativo.

La Delega, infine, individua, in via provvisoria, le funzioni da considerare per determinare l'entità ed il riparto dei fondi perequativi in base al fabbisogno *standard* o alla capacità fiscale:

- a) funzioni generali di amministrazione, di gestione e di controllo, nella misura complessiva del 70% delle spese certificate dall'ultimo conto del bilancio disponibile alla data di entrata in vigore della Delega;
- b) funzioni di polizia locale;
- c) funzioni di istruzione pubblica, compresi i servizi inerenti gli asili nido, l'assistenza e la refezione scolastica e l'edilizia scolastica;
- d) funzioni nel campo della viabilità e dei trasporti;

---

<sup>6</sup> L'individuazione delle funzioni fondamentali dei Comuni è ancora oggi un problema aperto e dovrebbe essere risolto con l'approvazione della cosiddetta Carta delle Autonomie.

- e) funzioni riguardanti la gestione del territorio e dell'ambiente, esclusi l'edilizia residenziale pubblica e locale e piani di edilizia e il servizio idrico integrato;
- f) funzioni del settore sociale.

Dati i principi generali fissati dalla Delega, l'effettivo disegno dei nuovi rapporti finanziari tra Stato e governi territoriali è demandato ai decreti attuativi.

## 2. Il decreto attuativo per Regioni e Province

Lo scorso 6 maggio è stato varato il Decreto legislativo, recante *“disposizioni in materia di autonomia di entrata delle regioni a statuto ordinario e delle province, nonché di determinazione dei costi e dei fabbisogni standard nel settore sanitario”* (D. Lgs 68/2011). Sembra opportuno concentrare esclusivamente l'attenzione sugli aspetti che interessano le Regioni a statuto ordinario (RSO).

### *Autonomia tributaria delle RSO*

Il decreto definisce, in primo luogo, le entrate tributarie, quali fonti di finanziamento delle RSO: addizionale all'IRPEF, compartecipazione all'IVA, IRAP, tributi propri e tributi propri derivati. A queste entrate si aggiungono i trasferimenti dal fondo perequativo. Vengono soppressi tutti gli altri tipi di trasferimenti correnti (generalmente e permanenti) e in conto capitale e viene meno anche qualunque tipo di vincolo sull'utilizzo di tali risorse. A decorrere dal 1° gennaio 2013:

- a) vengono trasformati in tributi propri regionali la tassa per l'abilitazione all'esercizio professionale, le imposte regionali sulle concessioni statali dei beni del demanio marittimo e per l'occupazione e l'uso dei beni del patrimonio indisponibile, la tassa per

l'occupazione di spazi ed aree pubbliche regionali, le tasse sulle concessioni regionali, l'imposta sulle emissioni sonore degli aeromobili; alle Regioni è comunque data facoltà di sopprimere questo insieme di tributi;

- b) è soppressa la compartecipazione al gettito dell'accisa sulla benzina;
- c) è rideterminata la misura dell'addizionale all'IRPEF, il cui gettito dovrà garantire, all'insieme delle RSO, un ammontare di risorse pari a quelle attualmente assicurate dalla stessa addizionale ad aliquota di base (lo 0,9%), dai trasferimenti soppressi e dalla compartecipazione all'accisa sulla benzina.

Semberebbe quindi trattarsi di un'operazione a somma zero per i saldi di finanza pubblica<sup>7</sup>.

Alle Regioni sono comunque attribuiti margini di autonomia, che consistono in primo luogo nella possibilità di ridurre o aumentare l'aliquota di base dell'addizionale all'IRPEF, anche se il decreto fissa dei limiti precisi agli aumenti - che non potranno superare lo 0,5% nel 2013, l'1,1% nel 2014 e il 2,1% nel 2015 - e impone che la maggiorazione oltre lo 0,5% non si applichi al primo scaglione dei redditi soggetti all'imposta; inoltre, l'aumento non potrà superare lo 0,5% nel caso in cui la Regione decida di ridurre l'IRAP (si veda più avanti)<sup>8</sup>. Infine, le Regioni potranno disporre detrazioni in favore della famiglia, maggiorando quelle già previste; adottare misure di sostegno economico diretto, a

---

<sup>7</sup> In particolare, la Relazione tecnica che accompagna il provvedimento quantifica in 1,7 miliardi di euro le minori entrate derivanti dalla soppressione dell'accisa sulla benzina e in 2,5 miliardi di euro il totale dei soli trasferimenti statali correnti soppressi.

<sup>8</sup> Per evitare irrazionalità nella progressività dell'imposta, le Regioni potranno stabilire aliquote differenziate solo in relazione agli scaglioni di reddito stabiliti dalla legge statale.

favore dei soggetti IRPEF, la cui imposta familiare netta non consenta la fruizione delle detrazioni; disporre detrazioni dall'addizionale stessa in luogo dell'erogazione di sussidi, voucher, buoni servizio e altre misure di sostegno sociale previste dalla legislazione regionale<sup>9</sup>. L'onere di questi sgravi resta a totale carico dei bilanci regionali. I margini di autonomia sono interdetti alle Regioni impegnate nei piani di rientro dai deficit sanitari. Due considerazioni sembrano opportune al riguardo. La prima concerne l'attribuzione alle Regioni di una qualche funzione redistributiva, anche se è consolidata l'idea che, pur nell'ambito degli Stati federali, le politiche redistributive vengano più efficacemente ed efficientemente realizzate a livello centrale. La seconda riguarda il fatto che all'istituzione della nuova addizionale regionale all'IRPEF dovrà corrispondere una diminuzione delle aliquote erariali, in modo da mantenere inalterato il carico fiscale per i contribuenti; ciò sembra evidentemente possibile solo con riferimento all'aliquota di base e non agli aumenti discrezionali delle singole Regioni. Ne consegue che, nella fase a regime, i contribuenti potrebbero sperimentare un aumento della pressione tributaria regionale.

In secondo luogo, a decorrere dal 2013, il decreto attuativo restituisce alle Regioni un significativo grado di autonomia nella gestione dell'IRAP, anche se solo nella direzione di ridurre le aliquote, fino ad azzerarle, a condizione che gli effetti di gettito gravino esclusivamente sui loro bilanci. Come si è detto in precedenza, non sarà comunque possibile finanziare riduzioni dell'IRAP con aumenti superiori allo 0,5% dell'addizionale all'IRPEF.

<sup>9</sup> È previsto un limite anche per l'eventuale riduzione dell'aliquota dell'addizionale, che non potrà comportare un gettito inferiore all'ammontare dei trasferimenti regionali soppressi ai Comuni.

Viene poi confermata la compartecipazione all'IVA ma con la novità che, sempre a partire dal 2013, essa sarà ridistribuita secondo il criterio della territorialità, vale a dire tenendo conto del luogo in cui avviene la cessione del bene, in cui è domiciliato il fruitore di un servizio o, infine, in cui è ubicato un immobile ceduto.

Infine, alle Regioni è anche attribuito il maggior gettito derivante dall'attività di contrasto dell'evasione fiscale sui tributi di propria competenza, nonché una quota del gettito derivante dall'attività di recupero dell'IVA.

È a questo punto interessante fornire al lettore un quadro quantitativo in merito all'addizionale all'IRPEF, per sottolineare ancora una volta le profonde differenze esistenti tra le Regioni ricche del Nord e le Regioni povere del Sud. La TAB. 1 contiene una stima del gettito potenziale derivante dalla maggiorazione dell'aliquota base, nelle misure massime indicate dal legislatore centrale.

**TAB. 1: Stime del gettito dell'addizionale all'IRPEF (milioni di euro, 2007)**

Regioni	Imponibile IRPEF	Addizionale regionale all'IRPEF		
		0,5%	1,1%	2,1%
Piemonte	62.662,1	313,3	689,3	1.315,9
Lombardia	151.455,9	757,3	1.666,0	3.180,6
Liguria	23.279,9	116,4	256,1	488,9
Veneto	66.235,2	331,2	728,6	1.390,9
Emilia Romagna	65.316,5	326,6	718,5	1.371,6
Toscana	50.272,0	251,4	553,0	1.055,7
Umbria	10.929,4	54,6	120,2	229,5
Marche	19.402,0	97,0	213,4	407,4
Lazio	75.945,9	379,7	835,4	1.594,9
Abruzzo	14.252,4	71,3	156,8	299,3
Molise	3.123,6	15,6	34,4	65,6
Campania	47.611,7	238,1	523,7	999,8
Puglia	35.928,9	179,6	395,2	754,5
Basilicata	5.317,1	26,6	58,5	111,7
Calabria	16.021,7	80,1	176,2	336,5
<b>Totale RSO</b>	<b>647.754,3</b>	<b>3.238,8</b>	<b>7.125,3</b>	<b>13.602,8</b>

È del tutto intuitivo che la distribuzione regionale del maggiore gettito riproduce il

profondo divario che si osserva nella distribuzione regionale della base imponibile dell'IRPEF. Ciò è messo ancora meglio in evidenza dai dati pro capite, illustrati nella TAB. 2: considerando, ad esempio, la maggiorazione dello 0,5%, a fronte di un gettito pari a 79,3 euro raccolto in Lombardia, tutte le Regioni del Sud, ad eccezione dell'Abruzzo, ottengono un gettito inferiore ai 50 euro, di gran lunga inferiore alla media nazionale.

**TAB. 2: Stime del gettito dell'addizionale all'IRPEF (euro pro capite, 2007)**

Regioni	Addizionale regionale all'IRPEF pro capite		
	0,5%	1,1%	2,1%
Piemonte	72,0	158,4	302,3
Lombardia	79,3	174,5	333,2
Liguria	72,4	159,3	304,1
Veneto	69,4	152,6	291,4
Emilia Romagna	77,3	170,1	324,8
Toscana	69,1	152,0	290,2
Umbria	62,5	137,7	262,9
Marche	63,1	138,9	265,2
Lazio	69,1	152,1	290,3
Abruzzo	54,4	119,7	228,5
Molise	48,7	107,5	205,0
Campania	41,1	90,4	172,7
Puglia	44,1	97,1	185,4
Basilicata	45,0	98,9	188,9
Calabria	40,1	88,2	168,4
<b>Totale RSO</b>	64,6	142,2	271,4

### ***Il finanziamento della spesa sanitaria***

Come si è posto in evidenza, illustrando i contenuti della Delega, un aspetto rilevante della riforma riguarda i meccanismi e i criteri di redistribuzione delle risorse tra le diverse Regioni, con l'obiettivo di superare la spesa storica. Il punto di riferimento è il cosiddetto fabbisogno *standard*. Il decreto attuativo prevede che, per gli ambiti della sanità, assistenza, istruzione e investimenti per il trasporto pubblico locale, in applicazione dell'articolo 117, comma 2, lettera m) della Costituzione, le modalità di determinazione dei

livelli essenziali di assistenza (LEA) e delle prestazioni (LEP) vengano definite con apposita legge statale<sup>10</sup>. Tuttavia, il decreto stesso contiene già alcuni elementi di dettaglio per quanto riguarda il processo di definizione dei costi e fabbisogni *standard* nel settore sanitario. Si tratta, in effetti, dell'aspetto più interessante, in quanto la sanità occupa, in media, circa l'80% dei bilanci regionali.

In particolare, il fabbisogno *standard* è definito come “l'ammontare di risorse necessarie ad assicurare i Lea in condizioni di efficienza ed appropriatezza”, pur in assenza di precisazioni sul concetto di appropriatezza. A decorrere dal 2013, il fabbisogno sanitario *standard nazionale* è determinato annualmente “... in coerenza con il quadro macroeconomico complessivo e nel rispetto dei vincoli di finanza pubblica e degli obblighi assunti dall'Italia in sede comunitaria ...”. In altri termini, l'ammontare delle risorse da destinare complessivamente al finanziamento dei LEA sanitari dipenderà esclusivamente dalle condizioni generali della finanza pubblica e non sarà, come la Delega lasciava intuire, il risultato di un'aggregazione di fabbisogni *standard regionali*, calcolati a partire dai costi *standard* delle prestazioni. Come avviene attualmente, il finanziamento complessivo sarà attribuito per il 51% alla spesa di assistenza distrettuale, per il 44% alla spesa di assistenza ospedaliera e per il restante 5% alla spesa per assistenza sanitaria collettiva.

Una volta determinato, in modo esogeno, il fabbisogno *standard* complessivo nazionale, occorre calcolare il fabbisogno sanitario *standard* delle singole Regioni.

<sup>10</sup> Queste modalità verranno stabilite sulla base delle ricognizioni effettuate dalla SOSE Spa – Società per gli studi di settore, in collaborazione con ISTAT e Conferenza dei Presidenti delle Regioni e Province autonome presso il Centro interregionale Studi e Documentazione delle Regioni.

Il procedimento indicato dal decreto prevede che vari Ministeri (Salute, Economia, Rapporti con le Regioni) individuino le cinque migliori Regioni che abbiano garantito l'erogazione dei LEA in condizione di equilibrio economico<sup>11</sup>. La prima di queste Regioni, più altre due scelte dalla Conferenza Stato-Regioni, costituiranno le regioni di riferimento (*benchmark*)<sup>12</sup>, i cui costi diventeranno i costi *standard* per tutte le Regioni. Essi dovranno essere calcolati per ciascuno dei tre macrolivelli di assistenza sanitaria (collettiva, distrettuale e ospedaliera) come media ponderata, per classi di età della popolazione residente, dei costi pro capite delle Regioni *benchmark* (al netto di alcune voci di spesa, quali la mobilità extraregionale e il finanziamento di livelli di prestazioni superiori ai LEA). Il fabbisogno *standard* regionale non è altro che la quota del fabbisogno regionale rispetto alla somma dei costi *standard* di tutte le Regioni, calcolati come illustrato, moltiplicata per il fabbisogno nazionale.

È importante sottolineare che secondo questa modalità di calcolo, i costi *standard* diventano irrilevanti per la determinazione dell'ammontare del fabbisogno nazionale e per la ripartizione delle risorse; infatti, da un lato, il fabbisogno nazionale è determinato esogenamente secondo il vincolo di bilancio pubblico complessivo; dall'altro, la quota di spesa *standard* di ciascuna Regione altro non è che la quota ponderata della

<sup>11</sup> Si considerano in equilibrio economico le Regioni che garantiscono l'erogazione dei LEA in condizioni di efficienza e di appropriatezza con le risorse ordinarie stabilite dalla vigente legislazione a livello nazionale, comprese le entrate proprie regionali effettive.

<sup>12</sup> Il decreto precisa inoltre che queste tre Regioni dovranno appartenere a diverse aree geografiche (cioè Nord, Centro e Sud) e almeno una dovrà essere una piccola Regione. Sulla base di questi criteri, è altamente probabile che le tre Regioni di riferimento saranno Lombardia, Toscana e Basilicata.

sua popolazione sulla popolazione ponderata nazionale.

Costi e fabbisogni *standard* per le altre funzioni soggette al vincolo dell'articolo 117, comma 2, lettera m) della Costituzione (assistenza, istruzione, investimenti per il trasporto pubblico locale), saranno determinati da successivi decreti attuativi.

Come è già stato illustrato in precedenza, le spese per sanità, assistenza, istruzione e investimenti per il trasporto pubblico locale saranno finanziate, sulla base del principio del fabbisogno, dai gettiti della compartecipazione all'IVA, di una quota della nuova addizionale all'IRPEF, dall'IRAP (fino alla data di sua sostituzione con altri tributi), da altre entrate proprie e dal fondo perequativo. Il gettito dell'IRAP è valutato all'aliquota ordinaria, senza considerare le variazioni disposte dalla Regione e quelle conseguenti ai deficit sanitari; anche il gettito dell'addizionale all'IRPEF è valutato con riferimento all'aliquota base e su base imponibile uniforme.

**TAB. 3: Gettito IRAP e addizionale regionale all'IRPEF (euro pro capite, 2008)**

Regioni	IRAP	Add. IRPEF
Piemonte	621,0	119,9
Lombardia	883,6	132,7
Veneto	673,3	116,3
Emilia Romagna	732,4	130,0
Liguria	560,4	120,0
Toscana	601,9	113,5
Umbria	501,7	102,0
Marche	544,2	102,9
Lazio	745,6	116,0
Abruzzo	461,1	84,7
Molise	393,7	75,0
Campania	349,9	64,1
Puglia	308,4	68,3
Basilicata	368,7	67,6
Calabria	310,8	58,1
<b>Totale RSO</b>	<b>520,1</b>	<b>90,0</b>

Fonte: Elaborazioni su dati della Ragioneria Generale dello Stato

A titolo informativo, la TAB. 3 contiene le stime del gettito di cassa dell'IRAP e dell'addizionale all'IRPEF relative al 2008, in termini pro capite. Ancora una volta, emergono le profonde differenze di gettito tra le Regioni del Nord e quelle del Sud. Come pone in evidenza la TAB. 4, IRAP e addizionale all'IRPEF finanziano poco meno del 60% della spesa sanitaria in Lombardia, ma poco più del 20% nella gran parte delle Regioni del Sud.

**TAB. 4: Finanziamento della spesa sanitaria**  
(euro pro capite, 2008)

Regioni	IRAP + Add. IRPEF	Spesa sanitaria	Quota %
Piemonte	740,9	1.843	40,2
Lombardia	1.016,3	1.738	58,5
Veneto	789,6	1.754	45,0
Emilia Romagna	862,4	1.868	46,2
Liguria	680,4	1.976	34,4
Toscana	715,5	1.816	39,4
Umbria	603,7	1.772	34,1
Marche	647,1	1.707	37,9
Lazio	861,6	2.007	42,9
Abruzzo	545,9	1.775	30,8
Molise	468,6	2.033	23,1
Campania	414,0	1.670	24,8
Puglia	376,7	1.724	21,8
Basilicata	436,3	1.712	25,5
Calabria	368,9	1.658	22,2
<b>Totale RSO</b>	<b>719,8</b>	<b>1.804</b>	<b>39,9</b>

Fonte: Elaborazioni su dati della Ragioneria Generale dello Stato

Per quanto riguarda la compartecipazione all'IVA, l'aliquota sarà calcolata in modo da garantire il finanziamento del fabbisogno corrispondente ai LEP di una sola Regione, senza però che il decreto indichi i criteri con cui questa Regione verrà scelta (la più efficiente? la più grande? Presumibilmente si tratterà della Lombardia). Nelle Regioni in cui il gettito tributario fosse insufficiente, il finanziamento integrale dei LEP verrà comunque assicurato attraverso l'attribuzione di quote di un fondo perequativo finanziato anch'esso da una

compartecipazione all'IVA. Il calcolo di queste quote sarà inizialmente tale da garantire il finanziamento della spesa storica; poi, entro i quattro anni successivi, tale da garantire il finanziamento del fabbisogno *standard*.

Anche se il decreto sul punto non è chiaro, sembra che siano previste due diverse compartecipazioni all'IVA: una ad aliquota tale da finanziare i LEP in una sola regione; l'altra per finanziare il fondo perequativo.

Infine, per le spese non vincolate dalla definizione di LEA e di LEP, le fonti di finanziamento sono costituite dai tributi propri, da quote del gettito dell'addizionale all'IRPEF, nonché da un fondo perequativo *ad hoc*. Questo fondo è alimentato dalle Regioni con maggiore capacità fiscale (quelle in cui il gettito pro capite dell'addizionale regionale all'IRPEF è superiore alla media nazionale) e ripartito tra le Regioni a minore capacità fiscale, secondo un principio di perequazione che prevede, anche in questo caso, il superamento graduale della spesa storica a favore del criterio delle capacità fiscali. Il decreto attuativo stabilisce che la capacità fiscale delle diverse Regioni debba essere perequata in misura non inferiore al 75%, senza tuttavia alterare l'ordinamento delle Regioni stesse secondo la propria capacità fiscale. In altre parole, dopo la perequazione, le Regioni più ricche devono restare più ricche, seppur con un minor grado di differenziazione rispetto a quelle più povere. Viene infine prevista una correzione in favore delle Regioni di minori dimensioni demografiche, per tenere conto della maggiore incidenza dei costi fissi.

### 3. I decreti attuativi per i Comuni

Per quanto riguarda i Comuni, i decreti attuativi più rilevanti approvati dal Governo sono il D.

Lgs. 216/2010, *Disposizioni in materia di determinazione dei costi e dei fabbisogni standard di Comuni, Città metropolitane e Province*, e il D. Lgs. 23/2011, *Disposizioni in materia di federalismo fiscale municipale*.

### ***I fabbisogni standard degli enti locali***

Nel mese di giugno del 2010, la *Relazione sul Federalismo fiscale* predisposta dalla COPAFF (Conferenza tecnica paritetica per l'attuazione del federalismo fiscale) aveva indicato tre possibili approcci al calcolo della spesa *standard* dei Comuni: il *Regression based cost approach* (o metodo delle determinanti), il *Representative Expenditure System* e il metodo degli studi di settore. Il primo è stato in passato utilizzato dal Ministero dell'Interno nel tentativo, sempre fallito, di superare il criterio della spesa storica, introducendo parametri obiettivi per il riparto dei trasferimenti erariali agli enti locali; esso si basa sulla stima della spesa pro capite in funzione di variabili esplicative e variabili di bisogno. Il secondo metodo invece determina la spesa *standard* a partire dalla spesa pro capite media, corretta in base ad una serie di indicatori fisici. In pratica, si calcola la spesa di ciascun ente per ciascuna funzione; si identificano i fattori di costo e di bisogno per ciascuna funzione, assegnando a ciascuno un peso relativo; si ridistribuisce la spesa complessiva (dell'insieme degli enti considerati) per ciascuna funzione tra i diversi enti sulla base dei loro indicatori relativi di costo e bisogno per ciascuna funzione. Il fabbisogno di ciascun Comune viene quindi calcolato come somma dei fabbisogni per ciascuna funzione di spesa. La terza alternativa è la metodologia degli studi di settore, in modo da *“determinare, partendo anche qui non solo dai dati contabili ... ma anche dagli aspetti strutturali dei servizi erogati, i livelli presuntivi di fabbisogno finanziario da considerare coerenti con un*

*livello accettabile di efficienza”*. Essa avrebbe il vantaggio di coinvolgere gli enti locali nelle scelte tecniche alla base della determinazione dei fabbisogni *standard*, evitando il ripetersi di esperienze fallimentari.

Il metodo degli studi di settore ha trovato conferma nel D. Lgs. 216 del 26 novembre 2010. Il compito di predisporre le metodologie per la determinazione dei fabbisogni *standard* e la loro determinazione con tecniche statistiche è affidato alla SOSE Spa, Società per gli studi di settore. Il punto di partenza è la spesa storica, corretta sulla base delle caratteristiche dei singoli enti, quali la spesa per i servizi esternalizzati o svolti in forma associata, la dimensione e la struttura socio-demografica, le caratteristiche territoriali. Più in particolare, il decreto individua anche le diverse fasi per la determinazione dei fabbisogni *standard*, a partire dall'acquisizione dei dati strutturali e contabili e dall'individuazione dei modelli organizzativi e dei livelli di fornitura delle prestazioni, per tutte le funzioni fondamentali<sup>13</sup>; il passo successivo consiste nell'analisi dei costi associati a ciascuna funzione, per individuare quelli più significativi e quindi determinare gli intervalli di normalità; si procede poi con la costruzione del modello di stima dei fabbisogni *standard*, con l'utilizzo di diverse tecniche statistiche; infine, si predispone un sistema di indicatori, al fine di valutare l'adeguatezza dei servizi offerti e consentire agli enti locali di migliorarli.

Sempre alla SOSE sono inoltre affidati il monitoraggio della fase applicativa e

---

<sup>13</sup> Lo strumento utilizzato per la raccolta dei dati contabili e strutturali dei singoli enti è quello dei questionari, predisposti dalla stessa SOSE. Per gli enti inadempienti (mancate risposte nei termini prescritti dalla legge) è prevista una sanzione che consiste nel blocco dei trasferimenti erogati a qualunque titolo e la pubblicazione sul sito del ministero dell'Interno dell'ente inadempiente.

l'aggiornamento delle elaborazioni relative alla determinazione dei fabbisogni *standard*<sup>14</sup>.

L'anno di avvio della fase di transizione dalla spesa storica ai fabbisogni *standard* è il 2012; più in dettaglio, nel 2011 il fabbisogno *standard* è determinato riguardo ad almeno un terzo delle funzioni fondamentali (le funzioni individuate per i Comuni sono quelle di "Polizia Locale" e quelle "Generali di amministrazione, gestione e controllo"); nel 2012 esso sarà determinato per almeno due terzi delle funzioni fondamentali e nel 2013 per tutte le funzioni fondamentali, con un processo graduale diretto a garantire l'entrata a regime nell'arco del triennio successivo. Fino alla definitiva individuazione delle funzioni fondamentali dei Comuni, queste ultime sono quelle indicate dalla Legge Delega per la fase transitoria.

Il legislatore ha infine stabilito che i fabbisogni *standard* vengano rideterminati al massimo ogni tre anni dalla loro adozione.

La scelta della metodologia degli studi di settore, secondo l'impostazione del Governo, consentirebbe di superare alcuni dei limiti dei metodi tradizionali. Nell'ambito dell'attività di accertamento dei redditi, gli studi di settore determinano livelli presuntivi di ricavo coerenti con un livello accettabile di *compliance* fiscale, partendo dalla situazione reale, descritta dai dati contabili e strutturali delle imprese, raccolti attraverso appositi questionari. Nel contesto del federalismo fiscale, l'obiettivo del Governo è determinare livelli presuntivi di fabbisogno finanziario coerenti con un livello accettabile di

efficienza, partendo non solo dai dati contabili, ma anche dagli aspetti strutturali dell'erogazione dei servizi. Ciò consentirebbe anche di superare il problema dell'attendibilità dei dati di bilancio degli enti locali. Inoltre, il fatto che i governi locali condividano le scelte tecniche per la determinazione dei fabbisogni *standard* assicurerebbe una maggiore solidità politico-istituzionale al processo di costruzione del federalismo. La rideterminazione periodica dei fabbisogni *standard* consentirebbe, infine, di avviare un processo di miglioramento dell'efficienza delle amministrazioni comunali, tenendo conto anche di eventuali innovazioni nelle tecniche di produzione dei servizi pubblici locali.

Tuttavia, la metodologia prescelta solleva dei dubbi. In particolare, si pone un problema di asimmetria informativa, che affligge anche gli studi di settore. Il fatto che essi siano frutto di contrattazione tra le associazioni di categoria e l'Amministrazione finanziaria e che gli stessi soggetti che forniscono le informazioni conoscano gli effetti delle loro dichiarazioni suscita qualche legittima perplessità sulla veridicità delle informazioni raccolte.

Inoltre, occorre ancora una volta sottolineare la mancanza di informazioni attendibili sulla quantità e qualità dei servizi offerti dai governi locali ai loro cittadini e la necessità di ottenere queste informazioni attraverso strumenti diversi dai certificati di bilancio. La raccolta delle informazioni tramite questionari e rilevazioni ad hoc potrebbe costituire un passo avanti nella direzione di una maggiore informazione, che dovrebbe essere la condizione necessaria per la costruzione di un sistema moderno di rapporti finanziari tra livelli di governo. Come è stato ricordato, infatti, è compito del Governo centrale individuare i livelli minimi di offerta dei servizi locali nell'ambito delle funzioni fondamentali e

---

<sup>14</sup> La SOSE si avvale, in tutte le fasi del processo, della collaborazione scientifica dell'IFEL (Istituto per la finanza e per l'economia locale). Inoltre, le metodologie per il calcolo del fabbisogno standard sono sottoposte all'approvazione della COPAFF, che segue anche il monitoraggio della fase applicativa e l'aggiornamento delle elaborazioni.

controllare che essi vengano effettivamente erogati in condizioni di efficacia ed efficienza.

### ***La fiscalità municipale***

Il decreto sulla fiscalità municipale riordina e ridefinisce le fonti di finanziamento dei Comuni, attraverso l'abolizione dei trasferimenti dallo Stato e dalle Regioni, la devoluzione di quote di tributi statali, e l'istituzione di nuovi tributi locali. Il nuovo assetto delle entrate comunali sarà realizzato in due fasi: la prima a decorrere dal 2011 e la seconda a decorrere dal 2014.

La prima fase prevede innanzitutto che sia devoluto ai Comuni, in relazione agli immobili ubicati nel loro territorio:

- il 30% del gettito dell'imposta di registro ed imposta di bollo, delle imposte ipotecaria e catastale (ad eccezione di quelle relative agli atti soggetti ad imposta sul valore aggiunto, che restano allo Stato), dei tributi speciali catastali e delle tasse ipotecarie;
- il gettito dell'imposta sul reddito delle persone fisiche, in relazione ai redditi fondiari escluso il reddito agrario e il gettito delle imposte di registro e di bollo sui contratti di locazione relativi ad immobili;
- una quota del gettito della cedolare secca sugli affitti<sup>15</sup>, pari al 21,7% nel 2011, al

---

<sup>15</sup> La *Cedolare secca sugli affitti* viene introdotta, a decorrere dal 2011, come opzione facoltativa al regime ordinario vigente per la determinazione del reddito fondiario, da parte del proprietario di unità immobiliari ad uso abitativo locata. Essa è applicata nella misura del 21% e sostituisce, oltre all'IRPEF, l'imposta di bollo e l'imposta di registro sul contratto di locazione. Nei Comuni ad alta densità abitativa, l'aliquota è ridotta al 19%. Resta invece invariato il regime di tassazione delle locazioni di unità immobiliari ad uso abitativo effettuate nell'esercizio di attività d'impresa o di arti e professioni o da enti non commerciali.

21,6% a decorrere dal 2012, e suscettibile di ulteriori variazioni dal 2013.

Dal 2012, è abolita l'addizionale comunale all'accisa sull'energia elettrica ed è corrispondentemente aumentata l'accisa erariale in modo da assicurare la neutralità finanziaria del provvedimento.

Alle amministrazioni comunali viene inoltre attribuita una compartecipazione all'IVA, ripartita prendendo come riferimento il territorio in cui è avvenuto il consumo che ha dato luogo al prelievo. L'aliquota della compartecipazione è fissata in misura finanziariamente equivalente alla compartecipazione del 2% al gettito dell'IRPEF. In fase di prima applicazione, e in attesa che sia determinato il gettito dell'IVA ripartito per ogni Comune, l'assegnazione del gettito avviene sulla base del gettito pro capite dell'IVA per provincia, moltiplicato per il numero degli abitanti di ciascun Comune.

Una ulteriore fonte di finanziamento deriva dalla facoltà, che viene data ai Comuni capoluogo di provincia, alle unioni di Comuni e ai Comuni inclusi negli elenchi regionali delle località turistiche o città d'arte, di istituire un'imposta di soggiorno a carico di coloro che alloggiano nelle strutture ricettive situate sul proprio territorio, da applicare, secondo criteri di gradualità in proporzione al prezzo, sino a 5 euro per notte di soggiorno. Il relativo gettito è destinato a finanziare interventi in materia di turismo, di manutenzione e recupero dei beni culturali ed ambientali locali, e dei relativi servizi pubblici locali. Questa imposta potrebbe sostituire, in tutto o in parte, gli eventuali oneri imposti agli autobus turistici per la circolazione e la sosta nell'ambito del territorio comunale. I Comuni hanno anche la facoltà di prevedere esenzioni e riduzioni per particolari fattispecie o per determinati periodi di tempo.

All'istituzione dell'imposta di soggiorno, si accompagna la revisione dell'imposta di scopo, introdotta alla fine del 2006, che prevede: l'individuazione di ulteriori opere pubbliche rispetto a quelle già previste; l'aumento, fino a dieci anni, della durata massima di applicazione dell'imposta; la possibilità che il gettito dell'imposta finanzi l'intero ammontare della spesa per l'opera pubblica da realizzare.

Il legislatore ha anche disposto la graduale cessazione della sospensione del potere dei Comuni di istituire l'addizionale comunale all'IRPEF o di aumentarne l'aliquota. Il decreto rinvia la riorganizzazione dell'addizionale a un successivo regolamento, ma è comunque consentito ai Comuni che non l'hanno ancora istituita, di farlo con un'aliquota massima dello 0,4% nei primi due anni; quelli che invece l'hanno già istituita ad un livello inferiore allo 0,4% potranno aumentarla fino a tale limite. In ogni caso l'addizionale non potrà essere istituita o aumentata in misura superiore allo 0,2% l'anno.

Infine, allo scopo di rafforzare la capacità di gestione delle entrate comunali e di incentivare la partecipazione all'attività di accertamento tributario, è assicurato ai Comuni il maggior gettito derivante dall'accatastamento degli immobili finora non dichiarati ed è elevata dal 33% al 50% la quota delle maggiori somme di tributi statali riscossi a titolo definitivo, a seguito dell'intervento dei Comuni. Non solo: sempre per quanto concerne l'evasione in campo immobiliare, dal 1° aprile 2011 sono stati quadruplicati gli importi minimo e massimo delle sanzioni relative alle mancate dichiarazioni all'Agenzia del territorio; per ogni sanzione elevata, il 75% del valore resterà al Comune ove l'immobile interessato è situato.

La seconda fase, che decorre dal 2014, vede l'istituzione di due nuove forme di imposizione a livello comunale: l'imposta municipale propria (IMUP) e l'imposta municipale secondaria (IMUS).

L'IMUP è istituita dal 2014 e sostituisce, per la componente immobiliare, l'IRPEF e le relative addizionali dovute sui redditi fondiari dei beni non locati e l'ICI. Ha come presupposto il possesso di immobili diversi dall'abitazione principale e la base imponibile è costituita dal valore dell'immobile. I soggetti passivi sono i proprietari di immobili, inclusi i terreni e le aree edificabili, a qualsiasi uso destinati, compresi quelli strumentali o alla cui produzione o scambio è diretta l'attività dell'impresa, ovvero i titolari di diritto reale di usufrutto, uso, abitazione, enfiteusi, superficie sugli stessi<sup>16</sup>. L'aliquota è fissata allo 0,76% l'anno, con la possibilità per i Comuni di modificarla, in aumento o in diminuzione, sino a 0,3 punti percentuali. Per gli immobili locati, l'imposta è ridotta della metà; i Comuni possono stabilire che la stessa riduzione si applichi anche nel caso in cui l'imposta abbia ad oggetto immobili non produttivi di reddito fondiario e nel caso in cui abbia ad oggetto immobili posseduti dai soggetti passivi dell'IRES; possono inoltre stabilire che l'aliquota ridotta si applichi solo a determinate categorie di immobili.

Sono esenti dall'IMUP gli immobili posseduti dallo Stato, e, nel proprio territorio, da Regioni, Province, Comuni, Comunità montane ed enti del Servizio sanitario nazionale, destinati esclusivamente ai compiti istituzionali.

---

<sup>16</sup> Nel caso di concessione di aree demaniali, soggetto passivo è il concessionario. Per gli immobili, da costruire o in corso di costruzione, concessi in locazione finanziaria, soggetto passivo è il locatario a decorrere dalla data della stipula e per tutta la durata del contratto.

All'istituzione dell'IMUP si accompagna la sostituzione delle varie forme di prelievo indiretto sui trasferimenti immobiliari con un'unica imposta, il cui gettito sarà compartecipato dai Comuni nella misura del 30%.

L'IMUS è introdotta, a decorrere dal 2014, per sostituire la tassa ed il canone per l'occupazione di spazi ed aree pubbliche, l'imposta comunale sulla pubblicità e i diritti sulle pubbliche affissioni, il canone per l'installazione dei mezzi pubblicitari, l'addizionale per l'integrazione dei bilanci degli enti comunali di assistenza.

L'imposta sarà disegnata secondo i seguenti criteri generali:

- presupposto è l'occupazione dei beni del demanio o del patrimonio indisponibile dei Comuni e degli spazi soprastanti o sottostanti il suolo pubblico, anche a fini pubblicitari;
- soggetto passivo è il soggetto che effettua l'occupazione;
- la misura dell'imposta è determinata con riferimento alla durata dell'occupazione; all'entità dell'occupazione, espressa in metri quadrati o lineari; alla fissazione di tariffe differenziate per tipologia e finalità dell'occupazione, in base alla zona oggetto dell'occupazione ed alla classe demografica del Comune;
- i Comuni, con proprio regolamento, hanno la facoltà di disporre esenzioni ed agevolazioni.

### ***Soppressione dei trasferimenti e perequazione***

Al riordino dei tributi locali e alla devoluzione di quote di tributi statali alle amministrazioni comunali, si contrappone l'abolizione dei trasferimenti statali e regionali, che vengono appunto "fiscalizzati". Essi sono stati individuati

sulla base di due criteri: il criterio della *generalità* - trasferimenti destinati alla totalità dei Comuni - e il criterio della *permanenza* - trasferimenti il cui finanziamento non è soggetto ad alcun limite temporale. Per i trasferimenti statali, si tratta di 11,2 miliardi di euro nel 2011 e di 10,4 miliardi di euro nel 2012. Questi trasferimenti vengono sostituiti:

- a) dal 30% del gettito dell'imposta di registro ed imposta di bollo, delle imposte ipotecaria e catastale, dei tributi speciali catastali e delle tasse ipotecarie;
- b) dal gettito dell'IRPEF sui redditi fondiari; dal gettito delle imposte di registro e di bollo sui contratti di locazione degli immobili;
- c) dalla quota del gettito della cedolare secca sugli affitti;
- d) dalla compartecipazione all'IVA.

I gettiti di cui alle lettere a), b) e c) convergono nel Fondo sperimentale di riequilibrio (FSR), istituito per tre anni e, comunque, fino all'entrata in vigore del vero e proprio fondo perequativo. La TAB. 3.5 offre informazioni di maggiore dettaglio.

**TAB. 5: Trasferimenti fiscalizzati, 2011 e 2012** (milioni di euro)

	2011	2012
<b>Minori risorse ai Comuni</b>	<b>11.243</b>	<b>11.002</b>
Trasferimenti fiscalizzati	11.243	10.388
Abolizione addizionale ENEL		614
<b>Maggiori risorse ai Comuni</b>	<b>11.243</b>	<b>11.002</b>
Tributi devoluti al 30%	1.329	1.354
Imposte contratti locazione	708	711
IRPEF redditi fondiari	5.790	5.167
Cedolare secca affitti	527	746
Compartecipazione IVA	2.889	3.024

Fonte: Relazione Tecnica al D. Lgs. 23/2011

Per il 2011 e il 2012, vale quindi una clausola di salvaguardia, secondo la quale il gettito dei tributi devoluti e della compartecipazione

all'IVA eguaglia, in aggregato, esattamente l'ammontare dei trasferimenti soppressi. Non è difficile intuire che, invece, la distribuzione territoriale del gettito dei tributi devoluti e della compartecipazione all'IVA non ricalchi la distribuzione territoriale dei trasferimenti aboliti. In altre parole, per il singolo Comune, non c'è corrispondenza *ex ante* tra nuove entrate tributarie e trasferimenti soppressi, il che giustifica l'istituzione del Fondo sperimentale di riequilibrio.

Ulteriori dettagli e chiarimenti provengono dal DPCM adottato d'intesa con la Conferenza Unificata, successivamente al decreto attuativo, che definisce le modalità di calcolo della compartecipazione all'IVA, e dal Decreto del Ministro dell'Interno che stabilisce le modalità di riparto del FSR, previo accordo in conferenza Stato Città.

A seguito di questi accordi, è stato stabilito che l'assegnazione della compartecipazione IVA avvenga sulla base del gettito regionale pro capite dell'IVA (non essendo ad oggi disponibile neanche il gettito in ambito provinciale), e che questo sia distribuito in base alla popolazione del singolo Comune.

Il Fondo sperimentale di riequilibrio, che ammonta a circa 8,4 miliardi di euro, verrà ripartito per il 30% in base al numero di residenti. Per i Comuni con popolazione inferiore ai 5.000 abitanti, a questa cifra si aggiungerà un importo destinato a garantire lo stesso livello di trasferimenti statali oggetto di fiscalizzazione attualizzati al 2011 (al lordo della compartecipazione IVA). Per i Comuni con popolazione superiore ai 5000 abitanti, si aggiungerà invece un importo pari al 10 % del Fondo in proporzione al peso di ciascun Comune sul gettito dei tributi immobiliari devoluti. Infine, anche per questi Comuni, è

prevista (almeno) la piena compensazione dei trasferimenti statali soppressi.

La TAB. 6 presenta il gettito della compartecipazione all'IVA e del Fondo sperimentale di riequilibrio assegnato ai capoluoghi delle quindici Regioni a statuto ordinario, ordinati sulla base dell'ammontare della compartecipazione all'IVA. Come ci si può aspettare, i capoluoghi del Nord ottengono un gettito da compartecipazione più elevato; per quanto riguarda invece l'assegnazione delle quote del FSR, essa rispecchia la variabilità tipica dei trasferimenti fiscalizzati.

**TAB. 6: Gettito della Compartecipazione IVA e del Fondo Sperimentale di Riequilibrio (euro pro capite, 2011)**

Capoluoghi di Regione	Compartecipazione IVA	FSR	Totale
Bologna	67,0	263,4	330,4
Firenze	66,1	296,9	363,0
Milano	64,8	254,2	318,9
Roma	64,7	198,7	263,4
Genova	64,7	297,9	362,5
Venezia	62,0	245,7	307,8
Perugia	58,7	184,7	243,5
Torino	58,2	278,3	336,5
Ancona	55,3	179,6	234,9
L'Aquila	50,3	128,3	178,7
Campobasso	41,8	127,8	169,6
Bari	39,5	263,1	302,5
Potenza	35,9	285,7	321,6
Napoli	35,0	488,0	522,9
Catanzaro	34,8	235,6	270,4

Fonte: Elaborazioni su dati IFEL e ISTAT

Anche i trasferimenti regionali, come ricordato in precedenza, saranno soppressi a decorrere dal 2013, e sostituiti da qualche compartecipazione ai tributi regionali, *in primis* all'addizionale regionale all'IRPEF, oppure dalla devoluzione integrale di tributi regionali. Al fine di realizzare in forma progressiva e territorialmente equilibrata la sostituzione dei trasferimenti regionali soppressi, il gettito derivante dalla compartecipazione o devoluzione confluirà, in

misura non superiore al 30%, in un Fondo sperimentale regionale di riequilibrio, istituito da ciascuna Regione. La logica è la stessa del FSR statale.

La Relazione tecnica al decreto attuativo, afferma che “*spetta a ciascuna Regione l’individuazione dei trasferimenti correnti suscettibili di soppressione*” e “*che non si è in grado, allo stato, di provvedere ad una stima degli stessi*”. Riporta tuttavia i dati sui trasferimenti regionali ai Comuni contenuti nella Relazione della COPAFF, quali risultano dai bilanci comunali del 2008. La TAB. 7 riporta queste informazioni e le stesse informazioni come risultano invece dai bilanci regionali del 2008. Non c’è bisogno di molti commenti per apprezzare la differenza tra dati contabilizzati da soggetti diversi ma che si riferiscono, o almeno così dovrebbe essere, allo stesso flusso finanziario. Fanno eccezione solo i dati relativi a Liguria, Marche e Basilicata.

**TAB. 7: Trasferimenti correnti dalla Regione ai Comuni** (milioni di euro, 2008)

Regione	Dati da bilanci comunali*	Dati da bilanci regionali**
Piemonte	304,93	182,02
Lombardia	136,92	72,26
Liguria	96,85	96,21
Veneto	257,78	128,65
Emilia Romagna	83,46	107,23
Toscana	159,35	578,85
Umbria	49,93	30,92
Marche	59,12	60,27
Lazio	625,33	531,03
Abruzzo	36,89	27,56
Molise	16,40	8,59
Campania	316,60	219,48
Puglia	202,44	367,04
Basilicata	46,21	45,27
Calabria	64,74	181,67
<b>Totale RSO</b>	<b>2.456,92</b>	<b>2.637,04</b>

Fonte: \*Relazione tecnica al decreto 68/2011;  
\*\*ISTAT

#### 4. Gli altri decreti approvati e quelli *in itinere*

La Legge Delega sul federalismo fiscale prevede numerosi decreti attuativi. Oltre ai più importanti, discussi nelle pagine precedenti, ne sono stati approvati altri, cui vale la pena di accennare.

Il primo decreto attuativo (D. Lgs. 85/2010), approvato circa un anno fa, attribuisce a Comuni, Province, Città metropolitane e Regioni un proprio patrimonio; in particolare, esso prevede la possibilità per gli enti locali di richiedere allo Stato la gestione di taluni beni demaniali, individuati in un apposito elenco, quando questa possa essere svolta in maniera più efficiente ed efficace.

Un successivo decreto (D. Lgs. 156/2010) ha definito e disciplinato gli organi di governo di “Roma capitale”.

Approvato il 26 novembre 2010, ma pubblicato in Gazzetta Ufficiale solo il 1 aprile 2011, il decreto ministeriale recante “*Disposizioni in materia di perequazione infrastrutturale*” definisce i termini della ricognizione degli interventi infrastrutturali, propedeutici alla perequazione infrastrutturale, riguardanti “*le strutture sanitarie, assistenziali, scolastiche nonché la rete stradale, autostradale e ferroviaria, la rete fognaria, la rete idrica, elettrica e di trasporto e distribuzione del gas, le strutture portuali ed aeroportuali, nonché i servizi afferenti al trasporto pubblico locale e il collegamento con le isole*”. La finalità del decreto è quella del recupero del deficit infrastrutturale nei diversi territori del Paese.

È stato approvato, ma non ancora pubblicato in Gazzetta Ufficiale, il decreto attuativo sull'armonizzazione degli schemi di bilancio. Dopo una fase di sperimentazione che comincerà nel 2012, dal 2014 Regioni ed enti locali dovranno utilizzare lo stesso schema di bilancio, basato su un criterio di competenza finanziaria, e articolato in un documento di previsione annuale, un documento di previsione pluriennale (almeno triennale) e da una serie di altri documenti (conti consolidati) che rendano più esplicite le esternalizzazioni dei servizi. La finalità del decreto è quella di rendere più omogenei i sistemi di contabilizzazione degli enti e dunque di rendere più significativi i confronti in fase di determinazione e applicazione di costi e fabbisogni standard.

Infine, tra i decreti che ancora mancano all'appello, quello più interessante prevede una serie di "meccanismi sanzionatori e premiali" relativi agli amministratori locali. Benché sull'argomento regni ancora una buona incertezza, è possibile comunque dire che elementi come l'inventario di fine mandato per i Comuni in dissesto finanziario, l'ineleggibilità dei Sindaci colpevoli di gravi squilibri finanziari, e i nuovi strumenti di lotta all'evasione fiscale sembrano andare nella giusta direzione. Lo stesso può dirsi dei meccanismi premianti.

## **5. Conclusioni: che cosa cambia?**

Anche se i decreti attuativi non sono ancora stati tutti approvati e mancano ancora i numerosi regolamenti previsti dagli stessi decreti attuativi, è possibile tracciare un parziale bilancio della riforma del federalismo fiscale.

### ***Cosa succede all'autonomia tributaria?***

Uno dei punti cardine di un sistema decentrato di finanza pubblica consiste nell'attribuzione di fonti marginali proprie di finanziamento, non irrilevanti, ai governi territoriali, anche al fine di stabilire un diretto collegamento tra responsabilità di spesa e fonti di finanziamento. Questo obiettivo si può dire raggiunto, in seguito all'approvazione dei decreti attuativi illustrati nelle pagine precedenti?

Si può certamente affermare che i recenti provvedimenti non configurano, almeno nel medio periodo, una rivoluzione dell'assetto attuale. L'autonomia tributaria dei governi territoriali non sarà significativamente più elevata rispetto al presente.

Per quanto riguarda le Regioni, viene restituito qualche margine di autonomia in relazione all'addizionale all'IRPEF, dopo i reiterati blocchi, a partire dal 2003. Viene comunque mantenuto un limite superiore all'aumento delle aliquote, che non potrà superare lo 0,5% nel 2013, l'1,1% nel 2014 e il 2,1% nel 2015. Margini di manovra sono ripristinati anche per quanto concerne l'IRAP, ma solo nella direzione di ridurre le aliquote, fino ad azzerarle. In ogni caso, la riduzione dell'IRAP non potrà essere finanziata con aumenti dell'addizionale all'IRPEF superiori allo 0,5%.

Per quanto riguarda i Comuni, i trasferimenti aboliti vengono fiscalizzati, cioè sostituiti da una serie di compartecipazioni (totali o parziali) a tributi erariali o regionali. Dunque i trasferimenti non vengono sostituiti da entrate proprie, con margini di autonomia, in quanto le compartecipazioni, la cui aliquota è determinata dal livello di governo superiore, sono in tutto e per tutto assimilabili a dei trasferimenti. Ed infatti le aliquote di compartecipazione sono

fissate in misura tale da fornire un gettito complessivo esattamente pari all'ammontare dei trasferimenti soppressi.

Anche per i Comuni, viene ripristinato un certo grado di autonomia sul fronte dell'addizionale all'IRPEF, per la quale è previsto uno sblocco parziale, in attesa della sua riorganizzazione; in ogni caso l'addizionale non potrà essere istituita o aumentata in misura superiore allo 0,2% l'anno.

Veri tributi propri sono invece l'imposta di scopo e l'imposta di soggiorno, anche se quest'ultima potrà essere applicata solo nei Comuni a vocazione turistica e nelle città d'arte. Infine, dal 2014 saranno introdotte IMUP e IMUS. La prima prevede un margine di manovra più ampio di quello concesso in termini di ICI, mentre la seconda sostituisce perfettamente altri tributi e dunque si configura come un intervento neutrale dal punto di vista dell'autonomia tributaria. Un'ulteriore considerazione sembra opportuna, sia pure sotto un altro profilo. Come suggerisce la teoria economica, le imposte immobiliari sono, per svariate ragioni, una buona fonte di finanziamento dei governi locali (non è un caso se esse rappresentano la quasi totalità delle entrate degli enti locali in molti Paesi di tradizione anglosassone). Il problema che si pone in Italia è che queste imposte riguardano solo le "seconde case" e gli immobili ad uso commerciale e spesso sono quindi a carico dei non residenti, di soggetti cioè che non esprimono con il voto il loro assenso o dissenso verso gli amministratori locali, a configurare un tipico caso di "esportazione dell'imposta". Questo fenomeno certamente allenta il senso di responsabilità dei politici ed amministratori locali nei confronti dei propri elettori. Analogo ragionamento vale per l'imposta di soggiorno. Inoltre, in relazione all'IMUP, ci saranno effetti di redistribuzione dell'onere fiscale; questa

prevede infatti un alleggerimento del carico fiscale sulle persone fisiche, in quanto sostituisce anche l'IRPEF sui redditi fondiari, ed un conseguente aumento del debito d'imposta per le imprese.

### ***Cosa succede alla spesa?***

Anche sul fronte della spesa, non sembra di intravedere modifiche sostanziali, almeno nei prossimi anni.

Per quanto riguarda le Regioni, è stato seguito un approccio è di tipo *top-down*, almeno per ciò che concerne la spesa sanitaria. Le risorse da destinare globalmente al finanziamento della sanità sono infatti annualmente stabilite dal governo centrale, in relazione al vincolo complessivo del bilancio pubblico. I costi e la spesa standard sono solo elementi indiretti per la ripartizione di un ammontare di risorse; il criterio di riparto rilevante resta quello attuale, sulla base della popolazione pesata per classi di età. La dinamica della spesa regionale, trainata dalla spesa sanitaria, dovrebbe quindi dipendere dalle decisioni del governo centrale e dalla sua capacità di controllo dei comportamenti degli amministratori regionali. Per le spese diverse dalla sanità (e non soggette alla definizione di LEA e di LEP), il graduale superamento della spesa storica sarà affidato alla perequazione per capacità fiscale, che non potrà essere inferiore al 75%.

Più difficile è fare previsioni sulla dinamica della spesa delle amministrazioni comunali, per le quali è stato invece seguito un approccio *bottom-up*. Resta, innanzitutto, ancora aperto il problema della definizione delle funzioni fondamentali, che vengono finanziate sulla base del fabbisogno *standard*, con una perequazione del 100%; inoltre, non sono ancora esattamente note le modalità con le quali verrà calcolata la spesa standard per ciascuna di queste funzioni.



Per le altre spese, non è infine specificato l'ammontare minimo della perequazione per capacità fiscale.

#### ***Dati attendibili sulla finanza locale?***

Nella valutazione degli effetti dei decreti attuativi della Legge Calderoli, pesa certamente la mancanza di dati trasparenti, attendibili e coerenti sulla finanza degli enti territoriali. Si tratta di un problema di vecchia data, sul quale il legislatore è ripetutamente intervenuto senza mai ottenere risultati. Questa potrebbe essere la giusta occasione per risolvere il problema in via definitiva, prendendo come punto di partenza il decreto sull'armonizzazione degli schemi di bilancio dei governi territoriali. Schemi di bilancio standardizzati e paragonabili per i diversi enti decentrati non risolvono tuttavia il problema della correttezza e completezza dei dati in essi inseriti. Occorrerebbe una seria attività di monitoraggio e controllo.

#### ***Aumenterà la pressione fiscale?***

Una questione spesso sollevata nell'ambito del dibattito politico ed accademico concerne gli effetti della riforma Calderoli sulla dinamica della pressione tributaria complessiva, erariale e locale. Il legislatore centrale ha ripetutamente affermato che l'attuazione della Delega dovrebbe avvenire a pressione tributaria invariata. Risulta difficile crederlo! Innanzitutto, pur ammettendo che la pressione tributaria in aggregato resti invariata, il riordino dei tributi locali avrà sicuramente degli effetti redistributivi tra categorie di contribuenti. Ad esempio, un conto è istituire l'imposta di soggiorno, un altro è invece introdurre l'addizionale all'IRPEF o aumentarne l'aliquota. In secondo luogo, fa parte proprio dell'autonomia tributaria la facoltà di aumentare o ridurre l'onere fiscale a livello decentrato. E data l'attuale situazione della

finanza pubblica italiana, non ci può non aspettare un aumento della pressione tributaria locale. Ne è peraltro pienamente consapevole anche il legislatore centrale, che infatti si è preoccupato di sottolineare più volte la necessità che la Conferenza permanente per il coordinamento della finanza pubblica eserciti al riguardo un'adeguata attività di monitoraggio. D'altra parte, le alternative all'aumento della pressione tributaria a livello territoriale sono l'aumento delle tariffe (o proventi) o il taglio delle prestazioni e dei servizi.