

IL RISPARMIO REVIEW

2

Anno LX - n. 2 aprile - giugno 2012

Rivista trimestrale dell'ACRI - Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio Spa

Poste Italiane Spa Sped. in abb. post. 70% DCB Roma - com. 20 lett. c - Art. 2 legge 662 del 23/12/96 - Filiale di Roma - Romanina



**REGOLAMENTO PER LA SOTTOMISSIONE DEI MANOSCRITTI PER LA
PUBBLICAZIONE NELLA RIVISTA
*IL RISPARMIO REVIEW***

1. PREMESSA

L'invio dei manoscritti alla Rivista per una valutazione ai fini della pubblicazione, presuppone l'accettazione da parte degli autori delle regole di pubblicazione di seguito esposte.

In particolare, gli autori devono:

- ∞ dichiarare che il proprio manoscritto, o parti significative di esso, non sia stato pubblicato altrove;
- ∞ dichiarare che il proprio manoscritto non sia sotto *review* per altra pubblicazione;
- ∞ dichiarare che il proprio manoscritto non sarà inviato per altra pubblicazione prima della risposta finale del Comitato Scientifico sull'esito del processo di referaggio.

2. SOTTOMISSIONE MANOSCRITTI

Gli articoli vanno inviati al Comitato Scientifico via mail all'indirizzo elisabetta.boccia@acri.it in formato testo che includa il testo, le note e la bibliografia da pubblicare, corredati da un *Abstract* in italiano e in inglese di non più di 300 parole, indicando il codice JEL, disponibile su <http://www.aeaweb.org/journal/elclasjn.html>.

L'autore può proporre il suo lavoro per la pubblicazione in lingua inglese. Rimarrà a cura dell'autore la revisione del lavoro in lingua inglese qualora esso non venga considerato adeguato agli standard linguistici.

Sulla prima pagina del manoscritto va specificata l'Università o Ente di appartenenza, un numero telefonico e un indirizzo di posta elettronica dell'autore (o di almeno un autore nel caso di saggi a firma congiunta).

Il manoscritto deve essere formattato secondo quanto stabilito nella sezione “note per gli autori”, pubblicata sul sito della rivista www.ilrisparmioreview.it.

3. PROCESSO DI REFERAGGIO

Il Comitato Scientifico esamina il manoscritto e, qualora lo giudichi potenzialmente idoneo per la pubblicazione nella Rivista, lo invia a tre *referee* per un triplo referaggio anonimo.

- ∞ La decisione iniziale del Comitato Scientifico richiede circa due settimane.
- ∞ La stesura dei rapporti dei *referee* richiede circa 1 mese.

Sulla base delle indicazioni dei *referee*, il Comitato Scientifico accetta l'articolo, richiede una revisione, oppure rifiuta l'articolo; in ogni caso verrà fornito agli autori un feedback.

In caso di accettazione da parte del Comitato Scientifico, si autorizzerà la pubblicazione e la stampa del lavoro assegnando, inoltre, il numero della rivista e l'anno in cui sarà pubblicato.

La fase di correzione delle bozze e di stampa del lavoro richiede circa 1 mese.

4. VARIE

Il Comitato Scientifico si aspetta che gli autori che inviano i propri manoscritti alla Rivista siano disponibili ad accettare di collaborare come *referee* nel caso in cui venga presentata loro tale richiesta.

Gli articoli pubblicati sul Risparmio Review saranno segnalati nelle bibliografie ECONLIT e E-JEL.

IL RISPARMIO

REVIEW

Editor

Nicola Mattoscio (University of Chieti-Pescara)

Administrative Editor

Giorgio Righetti (ACRI, Rome)

Editorial Board

Adriano Giannola (University of Naples "Federico II")

Giuseppe Guzzetti (ACRI, Rome)

Valentino Larcinese (London School of Economics)

Mario Nuzzo (LUISS, Rome)

Antonio Patuelli (ACRI, Rome)

Dominick Salvatore (Fordham University of New York)

Pasquale Lucio Scandizzo (University of Rome "Tor Vergata")

*«Il Risparmio Review» is included in JEL on CD, e-JEL and Econlit,
the electronic indexing and abstracting service
of the American Economic Association*

2

Anno LX - n. 2 aprile - giugno 2012

Rivista trimestrale dell'ACRI - Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio Spa



Redazione:
Piazza Mattei, 10 - 00186 Roma
Tel. 06.68.18.43.87 - Fax 06.68.18.42.23
elisabetta.boccia@acri.it
www.ilrisparmioreview.it
www.acri.it

Codice ISSN 0035-5615 (print)
Codice ISSN 1971-9515 (online)

Le opinioni espresse negli articoli firmati o siglati
impegnano unicamente la responsabilità dei rispettivi Autori.
La riproduzione dei testi è consentita, purché ne venga citata la fonte.

SOMMARIO

NICOLA MATTOSCIO - FRANCESCA AFFORTUNATO

Prezzi medi delle esportazioni, distanza tra scambisti e concorrenza
nel commercio internazionale

*The average prices of exports, distance between partners and competition
in international trade*

5

ANTONIO PEZZUTO

La riforma della governance economica europea:
quali implicazioni per l'Italia?

*The reform of european economic governance:
what implications for Italy?*

27

LUIGI PANZONE

Sviluppo dimensionale, diversificazione produttiva
e valore in formazione nelle banche commerciali

*Size of development, diversification of production
and value in formation in the commercial banks*

53

GIOVANNI MANGHETTI

What is right around the corner for European Saving Banks?

*Quale ruolo delle Casse di Risparmio europee nell'attuale
crisi economica e finanziaria?*

77

SCHEDE BIBLIOGRAFICHE

BOOK REVIEWS

a cura di Elisabetta Boccia

91

**PREZZI MEDI DELLE ESPORTAZIONI,
DISTANZA TRA SCAMBISTI E CONCORRENZA
NEL COMMERCIO INTERNAZIONALE (•)**

*THE AVERAGE PRICES OF EXPORTS, DISTANCE BETWEEN PARTNERS
AND COMPETITION IN INTERNATIONAL TRADE*

Francesca Affortunato* – Nicola Mattoscio**

**Scuola Superiore “Gabriele d’Annunzio”
Dottorato di Ricerca - Università di Chieti-Pescara*

***Dipartimento di Metodi Quantitativi e Teoria Economica
Università di Chieti-Pescara*

**“Gabriele d’Annunzio” School of Advanced Studies
Doctorate of Philosophy - University of Chieti-Pescara*

***Department of Quantitative Methods and Economic Theory
University of Chieti-Pescara*

f.affortunato@gmail.com - mattoscio@unich.it

- (•) Questo lavoro è un estratto anastatico dalla Tesi di Dottorato “The Spatial Pattern of Export Prices” della Dott.ssa Francesca Affortunato, elaborata sotto la supervisione del Prof. Nicola Mattoscio per il Dottorato di Ricerca in “Knowledge Economics and Development”.

La distanza tra i partner è, come ovvio, un tema cruciale nella letteratura di commercio internazionale ed è strettamente connesso alla questione su come i paesi e le imprese competano sui mercati esteri quando i costi di trasporto diventano più gravosi.

I modelli di commercio con imprese eterogenee (HFT) prevedono che solo le imprese più competitive siano in grado di esportare sui mercati distanti, dove è più difficile recuperare i costi di trasporto. Tuttavia, questo semplice concetto non basta per arrivare a conclusioni non ambigue sul comportamento spaziale dei prezzi medi f.o.b..

Questo lavoro utilizza dati bilaterali di commercio internazionale, in valore e in quantità, dei cinque maggiori esportatori mondiali e di tutti i loro partner, per effettuare un test delle principali ipotesi che emergono dalla letteratura sul tema. Esso valuta, in questo modo, quale modello teorico ha migliori capacità di adattamento ai dati, facendo quindi chiarezza sul segno e sulle determinanti della relazione tra prezzi medi f.o.b. e distanza.

PAROLE CHIAVE: PREZZI MEDI F.O.B. • DISTANZA • COSTI DI TRASPORTO • QUALITÀ

Distance between trading partners obviously stands at the core of international trade literature and is strictly related with the issue of how countries and firms compete on export markets when transport costs become increasingly stiff.

Heterogeneous-Firm Trade (HFT) models predict that only most competitive firms are able to export on distant markets, where it is more difficult to recover from freight costs. However, this simple concept does not lead to unambiguous predictions on the spatial pattern of average export f.o.b. prices.

This work uses bilateral product-level data for five top-exporters and all their world partners in order to test the main hypotheses derivable on this issue from theoretical literature. Thus, it assesses which of the considered theoretical models fit the data best, shedding some light both on the sign and on the determinants of the average f.o.b. price-distance relation.

KEY-WORDS: AVERAGE F.O.B. PRICES • DISTANCE • TRANSPORT COSTS • QUALITY

1. Introduzione

Questo lavoro studia la relazione tra i prezzi medi all'esportazione di prodotti qualitativamente differenziati e la distanza tra il mercato di origine e il mercato di destinazione. Alla luce dei più recenti modelli di teoria del commercio internazionale sul tema, questa analisi utilizza dati bilaterali di commercio internazionale per testare differenti ipotesi sul comportamento spaziale dei prezzi medi delle esportazioni. Il valore dei flussi di commercio estero, sia globali sia di una particolare area geografica, dipendono, per una questione di aritmetica, dal numero di beni scambiati, dalla quantità in cui essi sono commerciati e dal loro prezzo. Tra questi tre fattori, questo lavoro si concentra sul prezzo, che viene studiato nella sua relazione con la distanza tra i *partner* commerciali.

Il commercio internazionale è, infatti, ancora fortemente influenzato dalla distanza geografica, nonostante il progresso tecnologico riduca i costi di trasporto, come evidenziato da Disdier and Head (2008) e Hummel (2009). La distanza condiziona tutti e tre i suddetti fattori: non solo, come è più intuitivo, la lontananza tra due mercati influisce negativamente sul numero e sulla quantità dei prodotti scambiati, e dunque sull'incidenza degli "zeri" nei flussi bilaterali (Baldwin e Harrigan, 2011), ma essa influenza anche i prezzi dei prodotti.

Mentre è ovvia la relazione positiva tra la distanza e il "*cost insurance and freight*" price (prezzo *c.i.f.*)¹ dei prodotti esportati, ovvero il loro prezzo sul mercato di destinazione (anche detto "prezzo del consumatore"), non è altrettanto chiaro il segno della relazione tra la distanza e il "*free on board*" price (prezzo *f.o.b.*)², ovvero il prezzo dei beni alla frontiera del mercato d'origine (anche detto "prezzo del produttore") che è oggetto di studio di questo lavoro.

1) Il prezzo *c.i.f.* è il prezzo al quale un bene è consegnato alla frontiera del paese importatore, inclusi costi di trasporto e assicurazioni sostenuti fino a quel momento, o il prezzo di un servizio fornito ad un residente, prima del pagamento di qualunque dazio all'importazione o di altra tassa di importazione o di margini per il commercio o per il trasporto all'interno della nazione (UN, 1998).

2) Il prezzo *f.o.b.* dei beni esportati o importati è il valore di mercato dei beni nel punto di valutazione uniforme (la frontiera doganale del mercato da cui vengono esportati). Esso è uguale al prezzo *c.i.f.* meno i costi di trasporto e di assicurazione sostenuti tra la frontiera doganale del paese esportatore (importatore) e quella del paese importatore (esportatore) (UN, 1998).

Il prezzo medio *f.o.b.* delle esportazioni di un paese dovrebbe aumentare o diminuire al crescere della distanza dal paese importatore? Ovvero, quali prodotti (quelli con prezzi superiore o quelli con prezzi inferiori) si rivelano più competitivi, al fine di poter essere esportati in mercati in cui i costi di trasporto incidono maggiormente sul loro prezzo finale? Le implicazioni per l'analisi dei benefici che, in termini di benessere, possono derivare ai paesi che partecipano agli scambi internazionali sarebbero assai diverse a seconda dell'ipotesi fatta sulla relazione tra prezzi medi *f.o.b.* e distanza, e così pure sarebbero diverse le implicazioni di *policy*.

La risposta a queste domande, del resto, non è affatto scontata: essa comporta lo studio di una serie di variabili-chiave, per poter essere giustificata al livello teorico, e richiede una verifica empirica approfondita, per poter essere supportata. Ed è questo lo scopo del presente lavoro.

La rilevanza di tale studio risiede nelle sue implicazioni almeno a due livelli di analisi: *i*) uno che riguarda le strategie di prezzo attuate dalle imprese per essere competitive sui mercati esteri e la possibile riallocazione delle risorse come conseguenza del processo di selezione delle imprese nel commercio internazionale; *ii*) l'altro relativo ai meccanismi che influenzano le *performance* aggregate dei paesi nel mercato globale e ai conseguenti possibili cambiamenti nel loro livello di benessere.

Recenti lavori di teoria del commercio internazionale hanno alternativamente attribuito, alla relazione tra prezzi medi *f.o.b.* e distanza bilaterale tra i *partner* commerciali, un segno negativo (Melitz, 2003, e Melitz e Ottaviano, 2008), positivo (Baldwin e Harrigan, 2011; Johnson, 2008; Antoniades, 2008) o positivo/negativo a seconda dei casi (Kneller e Yu, 2008).

Quando presente, la verifica empirica di questi modelli, discordanti tra loro nella previsione sul segno della relazione, è svolta sui dati di un singolo paese, non consentendo un test approfondito.

Lo scopo di questo lavoro è, dunque, proprio quello di utilizzare un *dataset* molto vasto, come è il BACI (Base pour l'Analyse du Commerce International), dell'istituto CEPII, presentato da Gaulier et Zignago (2010), per testare differenti assunzioni sulla relazione prezzi medi-distanza, attraverso i dati sulle quantità e sul valore dei flussi di

commercio bilaterale dei 5 *top-exporter* e di tutti i loro *partner* commerciali mondiali, con il massimo dettaglio in termini di disaggregazione che sia disponibile a livello internazionale (6 *digit* dell'Harmonized System).

I risultati del test permettono di fare maggiore chiarezza sulle *performance* esplicative dei modelli teorici citati rispetto al *pattern* spaziale dei prezzi medi *f.o.b.* Quindi, consentono di ampliare la comprensione su una delle relazioni-chiave che emergono nello studio del commercio internazionale. Infine, permettono di indicare la direzione verso la quale ulteriori sviluppi teorici sul tema dovrebbero tendere.

2. La teoria sulla relazione tra prezzi medi delle esportazioni e distanza del mercato di destinazione

2.1. I meccanismi e le variabili-chiave che guidano la relazione

Alchien e Allan (1964) teorizzarono il cosiddetto effetto di “*shipping the good apples out*”, per cui il prezzo medio d'esportazione di un bene crescerebbe con la distanza dal mercato di destinazione. La loro congettura presuppone l'esistenza di un costo di trasporto additivo o *per unit* (correlato con il valore del bene esportato)³, che modifica il prezzo relativo dei beni in favore di quelli più costosi man mano che la distanza aumenta. Poiché i beni di qualità superiore hanno costi di produzione maggiori e dunque prezzi più elevati, il *mix* di prodotti provenienti da un paese esportatore avrà una qualità e un prezzo medio tanto maggiori quanto più il mercato di destinazione è lontano (a parità di altri fattori).

3) Gli studiosi di commercio internazionale sono soliti esprimere il costo di trasporto in termini di variazione percentuale del prezzo del bene considerato indotta dal trasporto: $pcif / pfob = f$, dove f è il costo di trasporto unitario (freight cost) e $pcif$ e $pfob$ sono rispettivamente il prezzo c.i.f. e il prezzo f.o.b.. A partire dal contributo di Samuelson (1952), il termine f è stato trattato come una percentuale costante τ del valore del bene (come se il trasporto fosse una tassa ad valorem, che impatta il prezzo del bene sempre in ugual misura, in maniera indipendente dal suo prezzo): $pcif / pfob = \tau$ (con $\tau > 1$). Nella letteratura di organizzazione industriale, al contrario, prevale l'uso di formalizzare il trasporto come una quantità fissa, additiva rispetto al prezzo, per cui il termine f viene specificato come funzione del prezzo f.o.b. del bene trasportato: $pcif / pfob = 1 + T / pfob$. All'aumentare del prezzo, il costo di trasporto incide sempre di meno sul prezzo finale.

Secondo il loro influente contributo, dunque, la relazione positiva tra prezzi medi e distanza è evidenza dell’emergere di un “effetto di composizione” nella domanda, dovuto al fatto che, al crescere della distanza, il peso dei costi di trasporto incide in maniera via via minore sui beni di qualità più elevata rispetto a quelli di minore qualità. La qualità, dunque, insieme ai costi di trasporto, è stata fattore essenziale dell’analisi sulla relazione tra prezzi medi e distanza, fin da questo primo apporto teorico.

Uno dei più recenti filoni di teoria del commercio internazionale, quello dei modelli di commercio con eterogeneità d’impresa (*Heterogeneous Firm Trade*, da qui HFT, di cui è lavoro fondante l’articolo di Melitz, 2003) ha importanti implicazioni per la relazione tra prezzi medi delle esportazioni e distanza, che esulano dal pionieristico contributo di Alchian e Allen. I meccanismi che nella teoria HFT determinano il comportamento spaziale dei prezzi medi *f.o.b.* riguardano la produttività delle imprese e la loro capacità di competere in mercati lontani, con costi di trasporto crescenti. Questi modelli, come sottolineato da Baldwin and Harrigan (2011), trascurano l’ipotesi di costi di trasporto additivi (e, di conseguenza, trascurano anche l’ipotesi di prezzi relativi che variano al variare della distanza). Preferendo l’ipotesi di costi di trasporto di tipo iceberg (*à la Samuelson*), soprattutto per semplicità analitica, i modelli HFT non si pongono, tuttavia, come alternativi, ma come complementari alla congettura di Alchian e Allen.

Nei modelli HFT, i costi di trasporto *iceberg* o moltiplicativi incidono in ugual misura sui prodotti esportati (qualunque sia il loro prezzo *f.o.b.*), riducendo (proporzionalmente) la competitività internazionale delle imprese che li esportano. Per questo, solo le imprese più produttive riescono ad esportare sui mercati più lontani, per raggiungere i quali esse devono sopportare i costi di trasporto maggiori.

Tuttavia, questo non vuol dire sempre che solo i prodotti più economici vengono esportati, man mano che la distanza tra esportatore ed importatore aumenta. Poiché la qualità “rompe” la relazione tra l’efficienza fisica delle imprese e la competitività dei loro prodotti, essa determina anche una relazione non-monotona tra il prezzo medio dei beni e la distanza. Detto più chiaramente, se la qualità è prodotta “efficientemente” dalle imprese, ovvero se un aumento dei costi margi-

nali di produzione determina un aumento più che proporzionale della qualità⁴, il risultato sarà che, all'aumentare dei costi di produzione, il prezzo osservato del prodotto aumenta, ma il prezzo aggiustato per il suo livello qualitativo diminuisce.

Nella teoria HFT, la relazione prezzo medio-distanza è spiegata come combinazione di due meccanismi:

1. uno riguarda la possibile relazione tra distanza e scelta ottima del prezzo al livello di impresa, ovvero l'eventuale applicazione di strategie di discriminazione spaziale di prezzo da parte dell'impresa (*spatial price discrimination* o *spatial dumping effect*);
2. l'altro riguarda un effetto di composizione dovuto al fatto che solo le imprese più competitive esportano sui mercati più distanti, ovvero un cosiddetto effetto di "selezione" delle imprese sui mercati esteri (*selection* o *sorting effect*).

Il primo meccanismo riguarda la possibilità che le imprese esportatrici tendano in qualche modo a "reagire" all'aumentare dei costi di trasporto, in modo da preservare la propria competitività sui mercati più lontani. Infatti, se i mercati sono sufficientemente segmentati, le imprese possono variare il proprio margine di *mark-up* e quindi il prezzo del bene, a seconda di quanto sia costoso raggiungere il mercato estero e a seconda di quanto sia "aspra" la concorrenza su quel mercato (Melitz and Ottaviano, 2008).

Dal punto di vista teorico, come dimostrato da Martin (2009), che le imprese possano o non possano seguire una strategia di prezzo discriminatoria dipende da due scelte formali: *i*) dalla specificazione delle preferenze dei consumatori, la quale influenza l'elasticità della domanda al prezzo *c.i.f* e *ii*) dalla formulazione dei costi di trasporto, che regolano la relazione tra l'elasticità della domanda al prezzo *c.i.f* e l'elasticità della domanda al prezzo *f.o.b.*. Detto diversamente, la scelta della forma dei costi di trasporto, come già accennato, determina se il prezzo relativo di due beni con un diverso prezzo *f.o.b.*

4) Indicando con z la qualità di un bene e con c i costi marginali per la sua produzione, Baldwin e Harrigan (2011) assumono che la qualità sia una funzione log-lineare dei costi marginali: $z = c^\sigma$. Quando σ , che è l'elasticità della qualità rispetto ai costi marginali, è maggiore dell'unità, la qualità cresce più che proporzionalmente rispetto ai costi (le imprese producono qualità in maniera efficiente). Viceversa, quando $\sigma < 1$.

rimanga costante oppure cambi da mercato a mercato, al variare della distanza. Questa questione, tuttavia, è in un certo senso trascurata nella letteratura HFT, la quale formalizza sempre i costi di trasporto come un termine costante che moltiplica il prezzo *f.o.b.* (*iceberg trade costs*), determinando l'invariabilità dei prezzi relativi.

Il secondo meccanismo (introdotto da Melitz, 2003) descrive un processo di “selezione” delle imprese sui mercati esteri che, alternativamente, può favorire o le imprese con alta produttività fisica e bassi costi marginali e prezzi, oppure le imprese con una bassa produttività fisica, ma un elevato contenuto qualitativo, ovvero con alti costi marginali e alti prezzi, ma basso prezzo aggiustato per la qualità. E questo dipende da quanto le imprese siano efficienti nel produrre qualità, ovvero dall'elasticità della qualità rispetto ai costi marginali.

Dall'interazione tra questi due meccanismi, risulta la relazione tra i prezzi medi *f.o.b.* e la distanza.

Dunque, le 3 variabili-chiave sono:

1. l'elasticità della qualità ai costi marginali, che influenza la relazione tra efficienza fisica e competitività delle imprese e quindi il tipo di “selezione” che le imprese subiranno sui mercati esteri;
2. la forma delle preferenze, che determina l'elasticità della domanda al prezzo e, quindi, l'emergere o meno di strategie di *dumping* spaziale;
3. i costi di trasporto, che determinano la relazione tra elasticità della domanda al prezzo *c.i.f.* e al prezzo *f.o.b.* e quindi la “direzione” delle strategie di *pricing to market*.

2.2. Le previsioni sulla relazione prezzo-distanza nei modelli HFT

Lo scopo del lavoro è di testare diverse ipotesi sulla relazione tra prezzo medio *f.o.b.* e distanza tra i due paesi *partner*, alla luce delle previsioni della cosiddetta “*New New Trade Theory*”, ovvero della teoria di commercio internazionale con imprese eterogenee (HFT).

I 4 modelli HFT analizzati al fine di coprire uno spettro completo di previsioni (Melitz, 2003; Baldwin e Harrigan, 2011; Melitz e Ottaviano, 2008; Kneller e Yu, 2008) condividono alcune assunzioni di base. Essi sono modelli di concorrenza monopolistica, con almeno un elemento di eterogeneità di impresa: come nell'originario modello di Melitz (2003), le imprese hanno un livello specifico di costo mar-

ginale, estratto da una distribuzione con un processo stocastico, che determina il loro grado di efficienza. I costi di trasporto sono di tipo *iceberg*.

Tuttavia, questi modelli si differenziano per alcune ipotesi, alcune delle quali sono rilevanti per la relazione oggetto di analisi:

- quando la curva di domanda ha un'elasticità costante rispetto al prezzo (Melitz, 2003; Baldwin e Harrigan, 2011), le imprese applicano una *mill-pricing strategy*: il loro prezzo ottimo è determinato da un *markup* costante sui costi marginali; quando la curva di domanda è lineare (Melitz e Ottaviano, 2008; Kneller e Yu, 2008), l'elasticità della domanda al prezzo è funzione del prezzo stesso e, dunque, le imprese applicano strategie di *pricing-to-market*;
- le imprese possono essere eterogenee o solo per efficienza (Melitz, 2003; Melitz e Ottaviano, 2008), oppure anche per il livello qualitativo dei beni prodotti (Baldwin e Harrigan, 2011; Kneller e Yu, 2008): in quest'ultimo caso, l'ipotesi standard è che la qualità sia una funzione log-lineare dei costi marginali, in cui l'elasticità della qualità al costo marginale è maggiore-uguale a zero;
- il processo di "selezione" delle imprese sui mercati può operare attraverso dei costi fissi d'entrata (*beachhead costs*) (Melitz, 2003; Melitz e Ottaviano, 2008), oppure attraverso la presenza di un livello di prezzo soglia perché la quantità domandata di ciascun bene sia positiva (*choke price*) (Melitz e Ottaviano, 2008; Kneller e Yu, 2008). In tutti e due i casi, si deriva una soglia di costo marginale che è specifica di ciascun mercato di destinazione e che separa le imprese abbastanza efficienti da poter esportare da quelle che non esportano. Questa soglia è sempre funzione diretta della distanza (positiva o negativa a seconda delle altre assunzioni) e può essere funzione diretta della dimensione di mercato oppure indiretta attraverso un indice dei prezzi che decresce all'aumentare della dimensione del mercato

Le previsioni sul *pattern* spaziale dei prezzi, derivate dai modelli, sono state sintetizzate nella seguente tabella, che mostra come, al variare delle assunzioni fatte sulle variabili-chiavi sopra citate, cambi anche il segno previsto per la relazione prezzo-distanza.

Tab. 1 – Le previsioni sulla relazione prezzo-distanza nella teoria HFT

MODELLI	ASSUNZIONI			PREVISIONI SUL PATTERN SPAZIALE DEI PREZZI		
	Dimensione della eterogeneità	Curva di domanda	Costi di trasporto	Discriminazione spaziale di prezzo	Selezione delle imprese	Effetto totale
<i>Melitz (2003)</i>	Efficienza	CES	<i>Iceberg</i>	0	-	-
<i>Baldwin and Harrigan (2011)</i>	Efficienza	CES	<i>Iceberg</i>	0	-	-
	Qualità			0	+	+
<i>Melitz and Ottaviano (2008)</i>	Efficienza	Lineare	<i>Iceberg</i>	-	-	-
<i>Kneller and Yu (2008)</i>	Efficienza	Lineare	<i>Iceberg</i>	-	-	-
	Qualità			-	+	+/-

La variabilità dei prezzi *f.o.b.* dei prodotti che vengono esportati da un paese viene, dunque, spiegata in letteratura come conseguenza del variare della distanza del mercato di destinazione. Un'altra variabile tradizionalmente presa in considerazione come esplicativa di questa variabilità è la dimensione del mercato di destinazione (*market size*). Sebbene essa non sia l'oggetto di studio in questo lavoro, è molto utile analizzare anche la relazione tra dimensione del mercato e variazione dei prezzi medi *f.o.b.* delle esportazioni, per poter interpretare i risultati del test econometrico dei modelli teorici presentati.

Nella tabella seguente, sono schematizzate le previsioni teoriche sulla relazione dei prezzi medi *f.o.b.* con la distanza e con la dimensione del mercato di destinazione.

Tab. 2 – Previsioni sulla relazione dei prezzi medi *f.o.b.* con la distanza e con la dimensione del mercato

MODELLI	TIPO DI SELEZIONE	SEGNO DELL'ELASTICITÀ DEL PREZZO MEDIO F.O.B. ALLA DISTANZA	SEGNO DELL'ELASTICITÀ DEL PREZZO MEDIO F.O.B. AL MARKET SIZE
<i>Melitz (2003)</i>	<i>Efficiency sorting</i>	-	+
<i>Baldwin and Harrigan (2011)</i>	<i>Efficiency sorting</i>	-	+
	<i>Quality sorting</i>	+	-
<i>Melitz and Ottaviano (2008)</i>	<i>Efficiency sorting</i>	-	-
<i>Kneller and Yu (2008)</i>	<i>Efficiency sorting</i>	-	-
	<i>Quality sorting</i>	+/-	+/-

Riassumendo quanto espresso nella tabella, quattro diverse ipotesi emergono dalla teoria:

1. i prezzi medi *f.o.b.* diminuiscono all'aumentare della distanza, come conseguenza dell'*efficiency sorting* in Melitz (2003), dove solo i prodotti più competitivi in termini di bassi costi marginali/bassi prezzi vengono esportati in mercati via via più distanti e più competitivi (ovvero con una maggiore *market size*);
2. i prezzi medi *f.o.b.* aumentano all'aumentare della distanza, come conseguenza del *quality sorting* in Baldwin e Harrigan (2008), dove solo i prodotti più competitivi in termini di alti costi marginali/alti prezzi osservati (ma minori prezzi aggiustati per la qualità) vengono esportati in mercati via via più distanti e più competitivi (ovvero con una maggiore *market size*). Sotto l'ipotesi di *efficiency sorting*, invece, le previsioni coincidono con quelle di Melitz (2003);
3. i prezzi medi *f.o.b.* diminuiscono all'aumentare della distanza in Melitz e Ottaviano (2008), come conseguenza sia dell'*efficiency sorting*, al livello aggregato, sia del *dumping* spaziale, al livello di singola impresa. Questo secondo meccanismo implica che l'impresa abbassi strategicamente il proprio margine di *mark-up* all'aumentare della distanza del mercato di destinazione (e quindi

- dei costi di trasporto) e all'aumentare del livello di concorrenza nel mercato di sbocco (ovvero della dimensione del mercato);
4. i prezzi medi *f.o.b.* possono sia aumentare che diminuire all'aumentare della distanza e della dimensione del mercato in Kneller and Yu (2008), in presenza di *quality sorting*, a seconda di quale effetto sia prevalente tra l'effetto di selezione delle imprese (che implica una relazione positiva) o l'effetto di *dumping* spaziale a livello di singola impresa (che implica una relazione negativa). Sotto l'ipotesi di *efficiency sorting*, invece, le previsioni coincidono con quelle di Melitz e Ottaviano (2008).

3. Un test econometrico sulla relazione tra prezzi medi e distanza

3.1. I dati e il modello

Le possibili previsioni sul *pattern* spaziale dei prezzi sono state testate con un modello econometrico che stima la correlazione del prezzo medio *f.o.b.* con la distanza geografica (che approssima i costi di trasporto), e con una serie di altre caratteristiche del paese di destinazione. Lo scopo è cercare di capire quale modello teorico descriva meglio le tendenze che emergono dai dati e, dunque, quale risposta sia la più adatta alla domanda se sistematicamente siano i prodotti con prezzi *f.o.b.* maggiori o minori i più competitivi per arrivare sui mercati esteri più lontani.

La variabile dipendente nel test econometrico è il valore unitario medio (UV_{kij} , come approssimazione del prezzo medio) del prodotto k esportato dal paese i al paese j , calcolato dividendo il valore totale del prodotto k esportato da i a j per la sua quantità totale. I dati sono tratti dal già citato *dataset* BACI dell'istituto CEPII e hanno il massimo grado di scomposizione disponibile a livello internazionale (che permette di approssimare al meglio ogni osservazione al concetto di "prodotto" (6-*digit* della classificazione Harmonised System).

I dati selezionati sono quelli dei flussi bilaterali di esportazioni, per l'anno 2007, dei 5 principali esportatori (USA, Germania, Cina, Francia, Italia) in termini di *partner*, il che garantiva il massimo numero di osservazioni possibili, verso tutti i loro *partner*. Sono state, poi selezionate solo le categorie di prodotto con almeno 50 osservazioni

complessive nell'anno di osservazione. La tabella seguente mostra la graduatoria dei 5 paesi e le osservazioni disponibili.

Tab. 3 – Paesi, prodotti e osservazioni dell'analisi econometrica

	USA	Germania	Cina	Francia	Italia
Ordine*	1	2	3	4	5
Prodotti esportati (Totale)	4,787	4,756	4,762	4,725	4,721
Linee di dati (Osservazioni totali)	296,064	303,366	328,815	242,705	262,196
Prodotti esportati con almeno 50 linee di dati (esporatti verso almeno 50 paesi)	2,780	2,861	2,846	2,149	2,458
Linee di dati di prodotti con almeno 50 osservazioni	242,144	253,246	285,773	179,194	208,298

Fonte: BACI CEPII, Calcoli dell'Autore

Il modello econometrico fa una regressione con il metodo dei minimi quadrati della variabile dipendente (il valore unitario di ogni categoria di prodotto) sulla distanza geografica con il mercato di destinazione e su una serie di altre caratteristiche del paese importatore:

$$UV_{kij} = \alpha_k + \beta X_j + \varepsilon_{kij} \quad [1]$$

dove la variabile dipendente, UV_{kij} (il valore unitario del prodotto k , esportato dal paese i al paese j) è una *proxy* per il prezzo medio *f.o.b.* e di questa si fa la regressione su di un insieme di variabili indipendenti X_j .

I valori unitari sono calcolati come:

$$UV_{kij} = V_{kij} / Q_{kij} \quad [2]$$

dove V_{kij} e Q_{kij} sono valori e quantità totali del prodotto k , esportati dal paese i al paese j .

Le variabili esplicative sono caratteristiche del mercato di importa-

zione, ovvero:

- la sua distanza dal paese d'origine (dati CEPII) – che approssima i costi di trasporto nella teoria;
- il suo GDP reale (dati World Bank), che approssima la dimensione del mercato;
- il suo GDP procapite reale (dati World Bank), che corregge per le differenze di ricchezza;
- due dummy per eventuale contiguità e lingua comune (dati CEPII).

Una seconda volta, è stata aggiunta un'altra variabile:

- il valore unitario medio per ogni prodotto k (dati BACI CEPII), che approssima un indice dei prezzi ed è calcolato come media degli *unit values* dei prodotti k importati in quel mercato, pesati per le relative quantità. Seguendo Martin (2009), esso è costruito come:

$$UV_{kj} = \sum_i w_{kij} UV_{kij} \quad [3]$$

dove UV_{kj} è il valore unitario del bene k importato dal paese i al paese j e w_{kij} è il peso delle esportazioni del prodotto k dal paese i .

Poiché i modelli teorici sono relativi alla manifattura, i cui prodotti sono differenziati (orizzontalmente e/o verticalmente), la regressione è ripetuta solo sui prodotti delle categorie 5-8 della classificazione SITC, ovvero i prodotti della manifattura. Infine, è stata ripetuta solo sui “prodotti differenziati”, secondo la categorizzazione di Rauch (1999). Non avendo riscontrato variazioni significative, i risultati vengono presentati con riferimento a tutte le categorie di prodotto.

La stessa regressione (a meno delle variabili *dummy*) è stata infine ripetuta su tutti i codici HS6 separatamente.

3.2. I risultati

Stimando la regressione [1] sui dati che sono stati citati, per i 5 paesi *top-exporters*, nell'anno 2007, sono emersi i risultati riportati nella

seguente tabella⁵.

Tab. 4 – Determinanti statistiche dei valori unitari delle esportazioni

	USA	Germania	Cina	Francia	Italia
Log distanza	0.219*** (0.005)	0.086*** (0.002)	-0.095*** (0.007)	0.065*** (0.003)	0.099*** (0.003)
Log GDP reale	-0.022*** (0.001)	-0.013*** (0.001)	0.004*** (0.002)	-0.018*** (0.002)	-0.008*** (0.002)
Log GDP pro capite reale	0.096*** (0.002)	0.022*** (0.002)	0.089*** (0.002)	0.050*** (0.002)	0.071*** (0.003)
Log UV medio	0.141*** (0.001)	0.110*** (0.001)	0.188*** (0.002)	0.074*** (0.002)	0.116*** (0.002)
Confine	0.034** (0.018)	-0.132*** (0.009)	0.121** (0.012)	-0.044** (0.014)	-0.106** (0.018)
Lingua	-0.288*** (0.005)	0.093** (0.015)	-0.166** (0.016)	-0.160*** (0.007)	0.234** (0.033)
R2	0.078	0.043	0.055	0.021	0.024
Campione	242,144 osservazioni su 2,780 codici HS6	253,246 osservazioni su 2,861 codici HS6	285,773 osservazioni su 2,846 codici HS6	179,194 osservazioni su 2,149 codici HS6	208,298 osservazioni su 2,458 codici HS6

Note: La variabile dipendente è il logaritmo del valore unitario delle esportazioni per prodotto HS6 e per paese di destinazione, diviso per il valore unitario medio del codice HS6 (ovvero l'effetto prodotto è incluso in ciascuna riga di regressione).

Le variabili dipendenti sono caratteristiche del paese importatore.

Lo stimatore è OLS con effetto prodotto a livello di codice HS6. Gli asterischi denotano la significatività statistica:

*** Significativo al livello dell'1%.

** Significativo al livello del 5%.

* Significativo al livello del 10%.

- 5) Stimando separatamente il modello senza l'indice dei prezzi all'importazione (UV_{kj}) oppure con l'indice dei prezzi all'importazione come variabile esplicativa, si è osservato che la bontà di adattamento del modello (stimata attraverso l' R^2) migliora notevolmente. Poiché, d'altra parte, non varia il segno della relazione tra la variabile dipendente e le due variabili d'interesse di questo lavoro (ovvero la distanza tra i due partner e la dimensione del mercato di destinazione), per brevità vengono direttamente presentati i risultati della regressione, in cui l'indice dei prezzi all'importazione (UV_{kj}) è presente come variabile esplicativa.

Dalla tabella è evidente che la correlazione tra i prezzi medi *f.o.b.* e la distanza è sempre statisticamente significativa, come pure lo è la dimensione del mercato (approssimata dal GDP reale). Vale la pena anche sottolineare come sia sempre significativo e abbia un coefficiente di correlazione estremamente elevato l'indice dei prezzi alle importazioni (UV medio).

In primo luogo, poiché la correlazione tra prezzi e distanza è negativa solo nel caso della Cina ed è positiva in tutti e 4 gli altri casi, i modelli teorici che non includono la qualità come dimensione di differenziazione dei prodotti non sembrano adatti a spiegare i dati. Se la concorrenza tra le imprese esportatrici fosse solo una concorrenza di prezzo, come nei modelli che prevedono solo un *efficiency sorting* (Melitz, 2003; e Melitz e Ottaviano, 2008), solo i prodotti più economici (con costi marginali e prezzi più bassi) dovrebbero essere in grado di competere al crescere dei costi di trasporto: il segno della correlazione non potrebbe mai, dunque, essere positivo.

In secondo luogo, altre considerazioni emergono esaminando le combinazioni di segno della correlazione tra prezzi e distanza e tra prezzi e *market size*: per tutti e 5 i paesi si alternano sempre segno positivo con segno negativo. Questo può essere interpretato, alla luce del modello di Baldwin e Harrigan (2011), nel modo seguente. Solo nel caso della Cina i prezzi medi aumentano all'aumentare della distanza e diminuiscono all'aumentare del *market size*: da ciò si può dedurre che, nel caso delle imprese esportatrici cinesi, prevalga una competizione di prezzo (*efficiency sorting*). Invece, per gli altri 4 paesi, i segni delle correlazioni sono invertiti, il che ricade nel caso di *quality sorting*, ovvero nell'ipotesi che le imprese competano sui mercati internazionali attraverso il superiore livello qualitativo dei loro prodotti. Questo, come già detto, esclude i modelli in cui l'unico *pattern* di selezione delle imprese sui mercati esterni è quello basato sull'efficienza fisica. Tuttavia, la costante alternanza nei segni delle correlazioni potrebbe essere anche un effetto dovuto all'aggregazione su tutti i codici HS6. Per fare chiarezza al riguardo, è stato, dunque, necessario ripetere la regressione [1] (a meno delle due variabili *dummy*) separatamente su ciascun prodotto (codici HS6).

Coerentemente con il modello di Baldwin e Harrigan (2011), guardare al segno della correlazione tra prezzo e distanza sarebbe sufficiente

per classificare i codici HS6 come esportazioni caratterizzate da una concorrenza di prezzo oppure da una concorrenza basata sul livello qualitativo. Ne deriverebbe la classificazione seguente.

Tab. 5 – Price-competition goods vs quality-competition goods

	Numero di codici HS6 con coefficiente positivo (concorrenza di qualità)	Numero di codici HS6 con coefficiente negativo (concorrenza di prezzo)	Numero di codici HS6 per cui la distanza è significativa al 10%
USA	2,532	288	921
Germania	2,382	524	1,162
Cina	1,142	1,731	439
Francia	1,640	562	677
Italia	1,972	530	1,012

Tuttavia, come si evince nella tabella 6, guardando ancora una volta alle combinazioni di segno della correlazione prezzi-distanza e della correlazione prezzi-*market size*, emerge una netta incompatibilità con il modello di Baldwin e Harrigan (2007), dato che non sempre si evidenzia l'alternanza tra segno positivo e segno negativo.

Tab. 6 – Combinazioni di segno per l'elasticità del prezzo alla distanza e al *market size*

	POSITIVO-POSITIVO	POSITIVO-NEGATIVO	NEGATIVO-POSITIVO	NEGATIVO-NEGATIVO
USA	1,392	1,140	182	106
Germania	1,078	1,304	247	277
Cina	561	581	887	844
Francia	725	915	257	305
Italia	654	1318	296	234

Il modello di Kneller e Yu (2008) appare quello che meglio si adatta alla spiegazione delle correlazioni che emergono dai dati. L'interpretazione dei risultati alla luce di questo modello, richiede alcune

precisazioni riguardo alla variabile della dimensione del mercato di destinazione. Il *market size*, come approssimato dal GDP, entra nei modelli HFT con domanda quasi-lineare grazie alla sua relazione con l'indice dei prezzi. In questa struttura teorica, al crescere della dimensione del mercato, aumenta la concorrenza e diminuisce l'indice dei prezzi. Come conseguenza, tanto più i mercati sono grandi e concorrenziali, tanto più solo i prodotti maggiormente competitivi possono esservi esportati, ovvero solo i prodotti con prezzo minore, in caso di *efficiency sorting*, e solo il prodotti con prezzo maggiore (qualità maggiore) nel caso di *quality sorting*. Vi è, in sintesi, una relazione negativa tra prezzi e *market size* e positiva tra prezzi e *indice dei prezzi* nel caso di *efficiency sorting*; mentre vi è una relazione positiva tra prezzi e *market size* e negativa tra prezzi e *indice dei prezzi* nel caso di *quality sorting*.

Alla luce di tale modello teorico, un fenomeno di *quality sorting* potrebbe emergere in 3 casi:

- a. con una combinazione di segni “positivo-positivo” della correlazione tra prezzo e distanza e tra prezzo e *market size*, quando l'effetto di selezione domina per entrambe le variabili esplicative;
- b. con una combinazione di segni “positivo-negativo” della correlazione tra prezzo e distanza e tra prezzo e dimensione del mercato, quando l'effetto di selezione domina per la distanza, ma l'effetto di discriminazione spaziale domina per il *market size*;
- c. con una combinazione di segni “negativo-positivo” della correlazione tra prezzo e distanza e tra prezzo e dimensione del mercato, quando l'effetto di discriminazione spaziale domina per la distanza, mentre l'effetto di selezione domina per il *market size*.

Invece, un fenomeno di *efficiency competition* emergerebbe solo nel restante caso di un'elasticità negativa sia del prezzo rispetto alla distanza che del prezzo rispetto alla dimensione del mercato, con un processo di selezione (in base alla produttività fisica) che domina per entrambe le determinanti dei prezzi alle esportazioni.

Riesaminando la tabella 6, dunque, le prime tre colonne dovrebbero far riferimento a prodotti che risultano più competitivi in virtù della loro maggiore qualità; mentre l'ultima colonna dovrebbe mostrare i prodotti che risultano più competitivi esclusivamente in base al loro

prezzo. ancora una volta, per la Cina è notevolmente più marcato quest'ultimo *pattern* rispetto agli altri paesi considerati.

Il modello di Kneller e Yu (2008), dunque, presenta il miglior adattamento ai dati sotto almeno tre punti di vista:

- a. in quanto prevede un sorting pattern che può operare sia come concorrenza basata sui prezzi che come concorrenza basata sulla qualità, spiegando così (insieme al solo modello di Baldwin e Harrigan, 2008) la correlazione positiva tra prezzo medio f.o.b. e distanza;
- b. in quanto prevede tutte e 4 le possibili combinazioni di segno per le correlazioni tra prezzi e distanza e tra prezzi e market size (come esaminato sopra);
- c. in quanto, insieme alla distanza tra i partner, l'indice dei prezzi sul mercato di destinazione (influenzato dalla dimensione del mercato) è variabile-chiave ed esplicativa del modello, e questo (come più volte notato) ha un evidentissimo riscontro nei dati bilaterali di commercio.

Resta da sottolineare, infine (e come indicazione per sviluppi teorici sul tema) che nessuno dei modelli esaminati adotta una formulazione realisticamente flessibile dei costi di trasporto, che tenga conto di una componente additiva del costo stesso. Modificando tale assunzione, altre dinamiche potrebbero emergere a livello teorico: *i*) una correlazione positiva tra prezzo f.o.b. di impresa e distanza (Martin, 2009), che identificherebbe strategie di *reverse dumping*; *ii*) una correlazione positiva tra prezzi medi f.o.b. e distanza, al livello aggregato (Hummel e Skiba, 2004), che individuerrebbe un "effetto di composizione" della domanda tale che, al crescere della distanza, i beni con prezzo/qualità maggiore diventerebbero via via più competitivi.

Due *pattern* opposti emergono in maniera piuttosto nitida dall'analisi: da una parte, quello della Cina, i cui prodotti si fanno strada sui mercati esteri tendenzialmente attraverso una concorrenza di prezzo; dall'altra parte, quello delle economie occidentali, i cui prodotti sembrano avere tanto più successo sui mercati lontani quanto più la loro qualità è elevata (e quindi altrettanto il loro prezzo).

La correlazione decisamente positiva tra prezzi medi e distanza, mo-

strata, tra gli altri paesi, dall'Italia (il cui coefficiente di correlazione è minore solo a quello degli USA), è segno che la "attrattività" dei prodotti italiani risiede nei loro *standard* qualitativi piuttosto che in una pura convenienza di prezzo rispetto ai prodotti dei *competitor* internazionali. Alla luce della letteratura teorica, questa tendenza potrebbe essere rafforzata attraverso politiche che migliorino le capacità produttive delle imprese, non tanto in termini di efficienza fisica quanto di efficienza nel produrre qualità.

Riferimenti bibliografici

- Alchian, A. A. and Allen, W. R. (1964), *University Economics: Elements of Inquiry*, Wadsworth, Belmont, California.
- Antoniades, A. (2008), "Heterogeneous Firms, Quality, and Trade", incomplete draft, <http://www.eiit.org/WorkingPapers/Papers/Firm-LevelTrade/FREIT004.pdf>.
- Samuelson, P. A. (1954), "The transfer problem and transport costs, II: Analysis of effects of trade impediments", *The Economic Journal* 64 (254), pp. 264-289.
- Baldwin, E. R. and Harrigan, J. (2011), "Zeros, Quality and Space: Trade Theory and Trade Evidence", *American Economic Journal: Microeconomics* 3, pp. 60-88.
- Disdier, A.-C. and Head, K. (2008), "The puzzling persistence of the distance effect on bilateral trade", *The Review of Economics and Statistics* 90(1), pp. 37-48.
- Gaulier G. and Zignago S. (2010), "BACI: International Trade Database at the Product-level. The 1994-2007 Version", CEPII WP No 2010-23.
- Hummels, D. (2009), "Globalization and Freight Transport Costs in Maritime Shipping and Aviation", International Transport Forum, Forum Paper 2009-3, OECD/ITF, Paris.
- Hummels, D. and Skiba, A. (2004), "Shipping the Good Apples Out? An Empirical Confirmation of the Alchian-Allen Conjecture", *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, vol. 112(6), pp. 1384-1402.

- Johnson, R. C. (2008), “Trade and Prices with Heterogeneous Firms”, http://emlab.berkeley.edu/econ/grad/students/johnson_r.shtml.
- Kneller, R. and Yu, Z. (2008), “Quality Selection, Chinese Exports and Theories of Heterogeneous Firm Trade1”, <http://www.etsg.org/ETSG2008/Papers/Kneller.pdf>.
- Martin, J. (2009), “Spatial Price Discrimination in International Markets”, CEPII WP No. 2009-21.
- Melitz, M. J. (2003), “The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity.” *Econometrica* 71(6), pp. 1695-1725.
- Melitz, M. J. and Ottaviano, G. I. P. (2008), “Market Size, Trade, and Productivity”, *Review of Economic Studies* 75(1), pp. 295 – 316.
- United Nations (1998), *International Merchandise Trade Statistics. Concepts and Definitions*, United Nations, New York, 1998, Studies in Methods, Series M, No. 52, Rev. 2.

**LA RIFORMA DELLA GOVERNANCE ECONOMICA
EUROPEA: QUALI IMPLICAZIONI PER L'ITALIA?**

*THE REFORM OF EUROPEAN ECONOMIC GOVERNANCE:
WHAT IMPLICATIONS FOR ITALY?*

Antonio Pezzuto

Pubblicista. Ex Dirigente della Banca d'Italia

La recessione e la crisi del debito sovrano nell'area dell'euro hanno evidenziato significativi elementi di debolezza nell'assetto di governo economico dell'UE, che hanno indotto gli organi europei ad accelerarne il processo di riforma. Nel settembre 2010 la Commissione europea ha presentato un pacchetto legislativo, composto da sei provvedimenti, il c.d. "six pack", con l'obiettivo di rafforzare il Patto di stabilità e crescita e prevenire e correggere gli squilibri macroeconomici. Il Patto, approvato con qualche modificazione rispetto al testo originario nel successivo mese di novembre dal Consiglio europeo, è entrato in vigore il 13 dicembre 2011.

I punti più qualificanti del pacchetto legislativo riguardano: l'obbligo, per i paesi che presentano un rapporto debito/PIL superiore al 60 per cento, di ridurre progressivamente la parte eccedente di un ventesimo all'anno; l'applicazione di sanzioni monetarie nei confronti di quei paesi che violano le prescrizioni del Patto di stabilità e crescita; l'introduzione del criterio in base al quale l'aumento della spesa è legato al tasso di crescita a medio termine o finanziato con tagli in altri settori o tramite inasprimenti fiscali; l'introduzione di requisiti comuni in materia di statistiche, sistemi contabili e procedure di bilancio; l'adozione di nuove misure di controllo sugli squilibri macroeconomici; la previsione di norme atte a garantire maggiore trasparenza e democraticità nel processo decisionale.

L'ultima tappa del processo di revisione della governance europea è rappresentata dall'accordo raggiunto nel gennaio di quest'anno in seno al Consiglio europeo sul testo di un nuovo trattato per rafforzare la disciplina di bilancio e il coordinamento delle politiche economiche, che è stato firmato nel marzo 2012 da tutti paesi, con eccezione di Regno Unito e Repubblica ceca. La parte più interessante del Trattato è quella concernente il Patto di bilancio, il c.d. "fiscal compact", che vincola gli Stati aderenti all'adozione di discipline e politiche di bilancio più stringenti. Il rafforzato quadro di disciplina delle finanze pubbliche che scaturisce dalla nuova governance europea implica la necessità, per il nostro Paese, di proseguire con maggiore determinazione nell'azione diretta al consolidamento finanziario e alla realizzazione di riforme strutturali in grado di rilanciare la crescita e aumentare la competitività delle imprese italiane.

PAROLE CHIAVE: GOVERNANCE • SIX PACK • FISCAL COMPACT • DOCUMENTO DI ECONOMIA E FINANZA • RIFORME STRUTTURALI • SPENDING REVIEW.

The recession and sovereign debt crisis in the euro area showed significant weakness in the structure of EU economic governance, which led the European institutions to accelerate the reform process. In September 2010, the European Commission presented a legislative pack consisting of six measures, called “six pack”, with the aim of strengthening the Stability and Growth Pact (SGP) and to prevent and correct macroeconomic imbalances.

The Pact, approved with some changes compared to the original text in next November by the European Council, came into force on December 13, 2011.

The main points of the legislative pack concern: the requirement, for countries that have a debt/GDP ratio above 60 percent to progressively reduce the excess part of the twentieth year; the application of monetary sanctions against those countries that violate the requirements of the criterion according to which the increased spending is related to the rate of growth in the medium term or financed by cuts in other areas or through tax increases; the introduction of common requirements of statistics, accounting systems and budget procedures; the adoption of new control measures on the macroeconomic imbalances; the provision of legislation to ensure great transparency and democracy in decision making.

The last stage of the review process of European governance is represented by the agreement reached in January of this year within the European Council on the text of a new treaty to straighten fiscal discipline and coordination of economic policies, which was signed in March 2012 by all countries, with the exception of United Kingdom and Czech Republic. The most interesting part is that concerning the Fiscal Compact which is bending on the States party to the adoption of disciplines and tighter fiscal policies.

The strengthened framework of fiscal discipline that comes from the new European governance implies the need, for our country, to continue with greater determination in direct financial consolidation and structural reforms that can boost growth and increase competitiveness of Italian firms.

KEYWORDS: GOVERNANCE • SIX PACK • FISCAL COMPACT • SPENDING REVIEW
• DOCUMENT OF ECONOMIC AND FINANCE • STRUCTURAL REFORMS.

Introduzione

La recessione che ha investito i paesi europei nel 2009 è stata la più grave dalla fine del secondo conflitto mondiale. La flessione del PIL è stata pari al 4,1 per cento nell'area dell'euro, a fronte del 2,4 per cento negli Stati Uniti - epicentro della crisi finanziaria innescata dal crollo del mercato dei mutui *subprime* - del 5,2 per cento in Giappone e del 4,9 nel Regno Unito, e ha determinato un marcato deterioramento delle finanze pubbliche. L'indebitamento netto è infatti salito al 6,3 per cento del PIL, dal 2,0 per cento del 2008, mentre l'incidenza del debito sul prodotto è passata, nell'analogo periodo, dal 69,4 al 78,7 per cento.

Il peggioramento dei conti pubblici è stato particolarmente rapido e intenso in Irlanda, Grecia e Spagna dove l'indebitamento netto e il debito, in rapporto al PIL, hanno raggiunto livelli molto elevati¹. Nell'area dell'euro tale deterioramento è stato accompagnato da forti tensioni sui titoli sovrani di alcuni paesi periferici, che hanno aggravato la crisi e creato incertezze sulla sopravvivenza dell'unione europea.

La recessione prima e le turbolenze sui mercati del debito sovrano poi hanno rivelato debolezze significative nell'assetto di governo economico dell'UE, sostanzialmente riconducibili: all'incapacità delle regole di bilancio del Trattato sul funzionamento dell'UE e del Patto di stabilità e crescita (PSC)² di garantire che tutti i paesi adottassero politiche di bilancio prudenti nelle fasi di congiuntura favorevole e affrontassero la crisi con conti pubblici in ordine; all'impossibilità, per il sistema di sorveglianza multilaterale, di poter contare su strumenti incisivi per la prevenzione e la correzione di squilibri macroeconomici derivanti dalla posizione del paese nei conti con l'estero, dai divari di produttività e da un'elevata accumulazione di debiti nel settore

-
- 1) Irlanda (dal 7,3 al 14,3 per cento e dal 43,9 al 64,0 per cento), Grecia (dal 7,7 al 13,6 per cento e dal 99,2 al 115,1 per cento), Spagna (dal 4,1 all'11,2 per cento e dal 39,7 al 53,2 per cento).
 - 2) Il PSC è stato adottato con la Risoluzione del Consiglio europeo del 16 e 17 giugno 1997, che ha sancito l'impegno degli Stati membri a perseguire l'obiettivo di medio termine di un saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche prossimo al pareggio o in avanzo, nonché dai Regolamenti n. 1466 e 1467 del 7 luglio 1997, con i quali sono state definite le modalità di attuazione della procedura di sorveglianza multilaterale e della procedura per i disavanzi eccessivi, rispettivamente. Tali Regolamenti sono stati a loro volta modificati dai Regolamenti n. 1055 e 1056 del 27 giugno 2005 e, da ultimo, dai Regolamenti n. 1173, 1175 e 1177 dell'8 novembre 2011 su cui ci si soffermerà in prosieguo.

privato; all'assenza di meccanismi di intervento in caso di grave crisi finanziaria di uno Stato membro³.

È in questo contesto che è maturata la decisione di una riforma del quadro normativo che assicuri il conseguimento degli obiettivi del PSC e individui criteri e procedure per una sorveglianza sugli andamenti macroeconomici.

Nelle pagine che seguono ripercorreremo le tappe principali del processo di riforma della *governance* europea che, coinvolgendo paesi e istituzioni dell'UE, ha inizio nella primavera del 2010 con l'affidamento a un gruppo di lavoro - coordinato dal Presidente del Consiglio europeo H. Van Rompuy e costituito da rappresentanti degli Stati membri, della Commissione europea e della Banca centrale europea - del compito di proporre misure volte al rafforzamento della disciplina di bilancio e alla definizione di un quadro di risoluzione delle crisi.

Dalla Strategia Europa 2020 al Patto euro plus

Nel marzo 2010, la Commissione europea ha presentato la "Strategia Europa 2020" per uscire dalla crisi e rilanciare l'economia dell'UE. Tale strategia si fonda su tre priorità chiave che mirano a una crescita *intelligente* (attraverso lo sviluppo delle conoscenze e dell'innovazione), *sostenibile* (basata su un'economia più verde, più efficiente nella gestione delle risorse e più competitiva) e *inclusiva* (promuovendo l'occupazione, la coesione sociale e territoriale).

La realizzazione di queste tre priorità è funzionale al raggiungimento dei seguenti obiettivi, tra di loro connessi:

1. aumento del tasso di occupazione delle persone di età compresa tra 20 e 64 anni ad almeno il 75 per cento, dall'attuale 69 per cento;
2. incremento della spesa per ricerca e sviluppo dal 2 a circa il 3 per cento del PIL;
3. riduzione delle emissioni di gas a effetto serra almeno del 20 per cento rispetto ai livelli del 1990; portare al 20 per cento la quota delle fonti di energia rinnovabile e migliorare del 20 per cento

3) Visco I., La *governance* economica europea: riforma e implicazioni, Intervento tenuto all'Università dell'Aquila l'8.3.2011.

- l'efficienza energetica;
4. diminuzione del tasso di abbandono scolastico dal 15 al 10 per cento e aumento al 40 per cento della quota dei giovani in possesso di un diploma di scuola media superiore o di un diploma di laurea;
 5. riduzione del 25 per cento del numero di persone povere.

Questa strategia è stata sviluppata con due Comunicazioni della Commissione europea. Con la prima, datata 12 maggio 2010, sono state rese note le proposte per potenziare la disciplina di bilancio e definire un quadro delle risoluzioni delle crisi, nonché per l'istituzione di un "semestre europeo", allo scopo di migliorare il coordinamento "*ex ante*" delle politiche economiche nazionali (sia quelle di bilancio sia quelle strutturali), mediante un ciclo di procedure e strumenti europei e nazionali concentrato nel primo semestre di ogni anno. La valutazione delle politiche economiche in sede europea avrebbe luogo prima che le manovre di bilancio siano sottoposte al vaglio dei Parlamenti nazionali affinché i suggerimenti del Consiglio europeo siano recepiti nei documenti oggetto di discussione parlamentare⁴. Con la seconda Comunicazione, datata 30 giugno 2010, è stata definita la procedura di sorveglianza delle condizioni macroeconomiche e strutturali, è stata prospettata una serie di modifiche al PSC e alle procedure di bilancio nazionali, sono state fornite ulteriori precisazioni sull'attuazione del "semestre europeo"⁵.

Il 29 settembre 2010 la Commissione ha presentato un pacchetto di misure legislative, che si compone di sei provvedimenti, con l'obiet-

4) Visco I., Rafforzare il coordinamento delle politiche economiche, Camera dei Deputati, 8.7.2010.

5) La procedura di sorveglianza dei bilanci nazionali, avviata dal 2011, si articola come segue: 1) la Commissione presenta a gennaio stime sulla situazione economica dell'UE, sulla base delle quali, nei successivi mesi di febbraio e marzo, il Consiglio europeo elabora le linee guida di politica economica e di bilancio a livello comunitario e a livello degli Stati membri; 2) entro il 15 aprile i paesi predispongono i Piani nazionali di riforma, elaborati nell'ambito della nuova "Strategia Europa 2020", e i Piani di stabilità e convergenza, tenendo conto delle suindicate *guidelines*; 3) sulla scorta dei suddetti Piani, la Commissione elabora, a giugno, le raccomandazioni di politica economica e di bilancio rivolte ai singoli Stati; 4) nello stesso mese il Consiglio Ecofin approva le raccomandazioni della Commissione; 5) nella seconda parte dell'anno, gli Stati membri approvano le rispettive leggi di bilancio, alla luce delle raccomandazioni ricevute.

tivo di rafforzare il PSC, prevenire e correggere gli squilibri macroeconomici, definire requisiti minimi per le regole e le procedure di bilancio nazionali.

Nella riunione del 28 e 29 ottobre il Consiglio europeo ha approvato il rapporto Van Rompuy e ha concordato sulla necessità di istituire un meccanismo permanente di gestione delle crisi per salvaguardare la stabilità finanziaria dell'area dell'euro (*European Stability Mechanism* - ESM).

Nel rapporto si propone: i) il rafforzamento del PSC mediante l'applicazione di sanzioni monetarie sotto forma di depositi o ammende anche nella fase che precede l'avvio della procedura per i disavanzi eccessivi; ii) la definizione di una regola numerica che consenta di avviare la procedura per i disavanzi eccessivi non solo quando il disavanzo ecceda il 3 per cento del prodotto ma anche nel caso in cui non sia ritenuta soddisfacente la diminuzione del debito verso la soglia del 60 per cento del PIL; iii) l'introduzione di un sistema di allarme preventivo, basato su alcuni indicatori, che individui tempestivamente gli squilibri macroeconomici potenzialmente rilevanti per la stabilità dell'area.

Le caratteristiche principali dell'ESM sono state definite il successivo 28 novembre dai Ministri dell'economia e delle finanze dei paesi dell'area. Come stabilito, tale meccanismo entrerà in vigore il 1° luglio 2013 e andrà a sostituire il Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (*European Financial Stabilisation Mechanism* - EFSM)⁶ e il Fondo europeo di stabilità finanziaria (*European Financial Stability Facility*)⁷, istituiti nel maggio 2010 in seguito alla crisi finanziaria della Grecia e alla luce delle condizioni critiche di Irlanda, Portogallo e altri paesi della zona euro. Avrà una capacità effettiva di prestito di 500 miliardi di euro e una dotazione di 700 miliardi (di cui 80 miliardi sotto forma di capitale versato e 620 di garanzie). L'assistenza finanziaria a un paese membro sarà condizionata alla presentazione di un programma stringente di consolidamento di bilancio e

6) L'EFSM consente di finanziare interventi fino a un massimo di 60 miliardi di euro a favore di paesi membri sottoposti a tensioni economiche o finanziarie a causa di squilibri delle finanze pubbliche.

7) Il Fondo è una società veicolo che si finanzia sul mercato con l'emissione di titoli garantiti dai paesi dell'area dell'euro. Ha una capacità di prestito di 440 miliardi di euro.

di aggiustamenti economici, oltre che a una rigorosa analisi sulla sostenibilità del debito sovrano condotta dalla Commissione e dal FMI, di concerto con la BCE. Per i paesi considerati solvibili, i creditori privati saranno incoraggiati a mantenere le rispettive esposizioni; gli Stati ritenuti insolventi dovranno negoziare con i creditori privati un piano di ristrutturazione del debito. Per agevolare il processo di negoziazione, nei titoli di Stato emessi dal giugno 2013 verranno inserite clausole, identiche e standardizzate, di azione collettiva (*collective action clauses*)⁸.

La riunione del Consiglio europeo del 24 e 25 marzo 2011 costituisce una tappa fondamentale del percorso di revisione della *governance* economica dell'UE, non solo per la portata delle modifiche introdotte ma anche per la rapidità con cui il processo negoziale è stato portato a termine. In tale occasione, il consesso ha tra l'altro: 1) concordato con l'orientamento generale espresso dal Consiglio Ecofin sulle proposte relative alla modifica del PSC, alla sorveglianza sugli squilibri macroeconomici e ai quadri nazionali di bilancio; 2) deciso di modificare l'art. 136 del Trattato sul funzionamento dell'UE per l'istituzione del meccanismo permanente di stabilità; 3) adottato il Patto per l'euro plus (*Euro plus act*), del quale si delineano di seguito le linee essenziali.

Il Patto *euro plus*, adottato dagli Stati membri appartenenti all'area dell'euro e da altri sei paesi al di fuori dell'area (Bulgaria, Danimarca, Lettonia, Lituania, Polonia e Romania), impegna i paesi aderenti a intraprendere le misure necessarie a: 1) migliorare la competitività, con riforme del mercato del lavoro e delle relazioni industriali finalizzate a ridurre il costo del lavoro e aumentarne la flessibilità; 2) promuovere l'occupazione, con politiche dirette a innalzare i tassi di partecipazione al lavoro di giovani, donne e ultracinquantenni; 3) accrescere la sostenibilità delle finanze pubbliche, con interventi sul sistema pensionistico; 4) rafforzare la stabilità finanziaria, con misure volte a limitare la crescita dell'indebitamento del settore privato.

Ogni anno gli Stati membri faranno conoscere le misure che intendono adottare nei dodici mesi successivi; questi impegni si rifletteranno

8) BCE, La riforma della *governance* economica nell'area dell'euro: elementi essenziali, Bollettino Mensile, marzo 2011.

anche nei programmi nazionali di riforma e nei programmi di stabilità presentati annualmente, che saranno oggetto di valutazione da parte della Commissione europea e del Consiglio europeo nell'ambito del semestre europeo.

Il six pack

Dopo un intenso negoziato, il 28 settembre 2011 il Consiglio dell'UE, il Parlamento europeo e la Commissione europea hanno raggiunto un accordo, formalizzato il successivo 8 novembre, per la riforma del quadro di *governance* economica. Il pacchetto legislativo, denominato “*six pack*”, si articola in: tre regolamenti che apportano modifiche e integrazioni all'originario PSC⁹, due regolamenti che disciplinano le nuove procedure per la sorveglianza degli squilibri macroeconomici¹⁰, una direttiva che stabilisce i requisiti minimi che devono essere rispettati dagli Stati membri in tema di contabilità, produzione di statistiche, regole numeriche, orientamento al medio termine, ecc.¹¹. Il pacchetto è entrato in vigore il 13 dicembre 2011.

Il Regolamento n. 1175/2011 ha modificato la parte preventiva del PSC, la quale è volta ad assicurare che siano attuate politiche di bilancio oculate nei periodi favorevoli del ciclo economico per costituire le necessarie riserve da utilizzare nelle fasi congiunturali avverse. In particolare, si richiede ai paesi che non hanno ancora raggiunto l'o-

9) Regolamento n. 1175/2011 (UE) che modifica il Regolamento n. 1466/97 (UE) per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche; Regolamento n. 1177/2011 (UE) che modifica il Regolamento n. 1467/97 (UE) per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi; Regolamento n. 1173/2011 (UE) relativo all'effettiva esecuzione della sorveglianza di bilancio nella zona euro.

10) Regolamento n. 1174/2011 (UE) sulle misure esecutive per la correzione degli squilibri macroeconomici eccessivi nella zona euro; Regolamento n. 1176/2011 (UE); Regolamento n. 1176/2011 (UE) sulla prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici.

11) Direttiva n. 2011/85/UE relativa ai requisiti per i quadri di bilancio degli Stati membri.

biiettivo di medio termine (OMT)¹², oltre alla correzione già prevista dello 0,5% per cento del PIL annuo del loro disavanzo strutturale, che il tasso di crescita della spesa¹³ non superi un tasso di riferimento a medio termine del potenziale di crescita del PIL¹⁴, a meno che il superamento sia coperto da misure discrezionali sul lato delle entrate. Per i paesi che hanno conseguito l'obiettivo di bilancio a medio termine, la crescita della spesa non deve superare un tasso di riferimento a medio termine del potenziale di crescita del PIL, a meno che il superamento sia coperto da misure discrezionali sul lato delle entrate.

Qualora si produca un evento inconsueto, al di fuori del controllo dello Stato interessato, che abbia conseguenze rilevanti sulla situazione finanziaria generale di detto Stato o in caso di grave recessione dell'area dell'euro o dell'intera UE, gli Stati membri possono essere autorizzati a deviare temporaneamente dal rispettivo OMT o dal percorso di avvicinamento allo stesso, a condizione che la sostenibilità di bilancio a medio termine non ne risulti compromessa.

La parte correttiva del Patto, finalizzata a prevenire eventuali gravi errori nelle politiche di bilancio, è stata modificata dal Regolamento n. 1177/2011. L'elemento di novità è rappresentato dal maggior peso attribuito al debito rispetto all'indebitamento, imponendo la regola che il rapporto debito/PIL si riduca in ciascun anno di un ventesimo dello scostamento rispetto al 60 per cento del PIL calcolato come media ponderata sul triennio precedente. Il regolamento prevede altresì che la regola del debito entri in funzione dopo un periodo transitorio di tre anni a partire dalla chiusura delle attuali procedure per disavan-

-
- 12) Si prevede che ciascuno Stato membro abbia un obiettivo a medio termine differenziato, che può divergere dal requisito di un saldo prossimo al pareggio o in attivo, offrendo al tempo stesso un margine di sicurezza rispetto al rapporto tra disavanzo/PIL del 3 per cento. Per gli Stati membri che hanno adottato l'euro, gli obiettivi di bilancio sono specificati in un *range* tra il -1 per cento del PIL e il pareggio o l'attivo, in termini corretti per il ciclo, al netto delle misure temporanee e *una tantum*. L'obiettivo di bilancio a medio termine è riveduto ogni tre anni e in caso di attuazione di riforme strutturali aventi un rilevante impatto sulla sostenibilità delle finanze pubbliche.
 - 13) Sono escluse dall'aggregato di riferimento la spesa per interessi, la spesa relativa ai programmi europei interamente compensata da entrate di finanziamenti dell'UE e le modifiche non discrezionali nella spesa per i sussidi di disoccupazione.
 - 14) Il tasso di riferimento a m/t del potenziale di crescita è determinato in base a proiezioni future, aggiornate a intervalli regolari, e a stime retrospettive. La Commissione rende pubblica la metodologia di calcolo di tali proiezioni e il tasso di riferimento che ne risulta.

zi eccessivi in corso.

Per rendere più vincolanti le prescrizioni del PSC, il Regolamento n. 1173/2011 prevede sanzioni monetarie nella fase preventiva, in quella correttiva e in caso di manipolazione delle statistiche. Le decisioni relative alle sanzioni si considerano adottate di norma dal Consiglio europeo, su raccomandazione della Commissione, a meno che una maggioranza qualificata del Consiglio esprima un voto contrario entro dieci giorni dalla sua adozione da parte della Commissione (*reverse voting*). Il Consiglio può modificare la raccomandazione della Commissione con deliberazione a maggioranza qualificata.

Le sanzioni relative alla parte preventiva del PSC si applicano nel caso in cui uno Stato membro non abbia dato seguito effettivo alla raccomandazione intesa a correggere la deviazione dal percorso di avvicinamento verso l'obiettivo di bilancio a medio termine. In questo caso, la Commissione, entro venti giorni dalla decisione del Consiglio, raccomanda a quest'ultimo di imporre la costituzione di un deposito fruttifero pari allo 0,2 per cento del PIL realizzato nell'anno precedente dallo Stato interessato.

Le sanzioni relative alla parte correttiva sono applicabili qualora il Consiglio decida che esiste un disavanzo eccessivo in un Stato che ha già costituito presso la Commissione un deposito fruttifero perché si è discostato dall'obiettivo di bilancio a medio termine; accerti un'inosservanza particolarmente grave degli obblighi stabiliti dal Patto. In questi casi, la Commissione, entro venti giorni dall'adozione della raccomandazione del Consiglio, sollecita quest'ultimo a imporre la costituzione di un deposito infruttifero nella misura sopra indicata.

Le sanzioni trovano inoltre applicazione anche nell'eventualità che il Consiglio non abbia adottato misure efficaci per correggere il disavanzo eccessivo. In tal caso, la Commissione raccomanda al Consiglio di infliggere un'ammenda pari allo 0,2 per cento del PIL realizzato nell'anno precedente.

Il Regolamento n. 1173/2011 introduce una specifica procedura per l'irrogazione di ammende agli Stati membri che "deliberatamente o per negligenza grave, travisano i dati relativi al disavanzo o al debito". Le ammende, irrogate con decisione del Consiglio, che delibera a maggioranza qualificata su raccomandazione della Commissione, sono efficaci, dissuasive e commisurate alla natura e alla gravità della

violazione e alla durata della stessa e, in ogni caso, non superiori allo 0,2 per cento del PIL.

La nuova disciplina della sorveglianza sugli squilibri macroeconomici, prevista dal Regolamento n. 1176/2011, si articola in una parte preventiva e in una correttiva.

La parte preventiva prevede: 1) un meccanismo di allerta basato su una serie limitata di indicatori economici e finanziari (*scoreboard*) che dovrebbero consentire l'individuazione tempestiva e il monitoraggio degli squilibri (esterni¹⁵ e interni¹⁶); 2) un esame ampio e approfondito degli andamenti economici degli Stati membri per i quali la Commissione ha individuato significativi squilibri macroeconomici o rischi che possano insorgere; 3) raccomandazioni indirizzate agli Stati membri per l'adozione di misure specifiche dirette a prevenire o a correggere squilibri eccessivi.

La parte correttiva ha inizio con l'avvio della procedura per i disavanzi eccessivi a cui gli Stati membri possono essere sottoposti quando presentano squilibri macroeconomici tali da compromettere il regolare funzionamento dell'UEM. La procedura si articola nelle seguenti fasi: 1) il Consiglio, su raccomandazione della Commissione, raccomanda al paese interessato di presentare un piano di azioni correttive, con l'indicazione dei relativi tempi di attuazione; 2) il Consiglio valuta il piano entro due mesi dalla sua presentazione sulla base di una relazione della Commissione. Qualora il piano sia considerato soddisfacente, il Consiglio lo approva adottando una raccomandazione in cui elenca le misure specifiche necessarie e i termini per la loro adozione, e stabilisce un calendario per la sorveglianza; 3) ove invece le misure adottate o previste o la tempistica per la loro attuazione siano ritenute invece insufficienti, il Consiglio adotta, su raccomandazione della Commissione, una raccomandazione in cui chiede allo Stato in questione di presentare un nuovo piano correttivo, di norma

15) Compresi quelli derivanti dall'evoluzione delle posizioni delle partite correnti e degli investimenti netti degli Stati membri, dai tassi di cambio effettivi reali, dalle quote di mercato all'esportazione e dai cambiamenti dei prezzi e dei costi, nonché dalla competitività non legata ai prezzi.

16) Compresi quelli che possono derivare dall'indebitamento pubblico e privato, dall'evoluzione dei mercati finanziari e dei valori mobiliari, compreso il settore immobiliare, dalla dinamica dei prestiti al settore privato e dall'andamento della disoccupazione.

entro due mesi; 4) in caso di cambiamenti sostanziali e pertinenti delle circostanze economiche, il Consiglio, su raccomandazione della Commissione, può modificare le raccomandazioni adottate e invitare lo Stato interessato a presentare un piano correttivo riveduto; 5) sulla base di una relazione della Commissione, il Consiglio valuta se lo Stato interessato ha adottato le misure richieste. Qualora ritenga che tali misure non siano state assunte, il Consiglio, su raccomandazione della Commissione adotta una decisione in cui dichiara l'inadempienza, ovvero adotta una raccomandazione, che fissa nuovi termini per l'adozione delle misure correttive; 6) se il Consiglio ritiene che siano state adottate le misure raccomandate, la procedura è sospesa e il monitoraggio prosegue secondo il calendario stabilito dalle raccomandazioni del Consiglio.

Il nuovo quadro di sorveglianza macroeconomica, disciplinato dal Regolamento n. 1174/2011, contempla un sistema di sanzioni sotto forma di depositi fruttiferi o ammende comminate dal Consiglio. Più precisamente, il Consiglio può imporre la costituzione di un deposito fruttifero, pari allo 0,1 per cento del PIL realizzato nell'anno precedente dallo Stato interessato, se quest'ultimo non ha adottato le misure correttive raccomandate, ovvero il pagamento di un'ammenda annuale, pari allo 0,1 per cento del PIL, se il Consiglio adotta: 1) due raccomandazioni successive nell'ambito della medesima procedura per squilibri eccessivi nelle quali giudica insufficiente il piano correttivo presentato; o 2) due decisioni successive nell'ambito della medesima procedura nelle quali constata l'inosservanza delle proprie raccomandazioni relative a misure correttive. In tal caso, il deposito fruttifero verrebbe convertito in una ammenda annuale.

Stante la necessità di disporre di requisiti uniformi per quanto riguarda le regole e le procedure inerenti ai quadri di bilancio¹⁷ degli Stati membri e nella considerazione che la disponibilità dei dati di bilancio

17) Per quadro di bilancio s'intende il complesso delle disposizioni, procedure, regole e istituzioni inerenti alla conduzione delle politiche di bilancio dell'amministrazione pubblica, in particolare: a) sistemi di contabilità di bilancio e segnalazione statistica; b) regole e procedure riguardanti la preparazione delle previsioni per la programmazione di bilancio; c) regole di bilancio numeriche specifiche per paese espresse sotto forma di un indicatore sintetico dei risultati di bilancio, come il disavanzo pubblico, il fabbisogno, ecc.; d) procedure di bilancio comprendenti le regole procedurali che sono alla base di tutte le fasi del processo di bilancio.

è fondamentale per il corretto funzionamento del quadro di sorveglianza dei bilanci nazionali, sono stati stabiliti alcuni *standard* che gli Stati membri devono osservare nella redazione delle statistiche e dei conti economici, per garantire da un lato la piena efficacia delle procedure di sorveglianza e dall'altro la qualità e la solidità delle politiche fiscali nazionali.

A tal fine la Direttiva 2011/85/UE impone agli Stati membri di dotarsi di sistemi di contabilità pubblica che coprano in modo completo e uniforme tutti i sottosettori della pubblica amministrazione e contengano le informazioni necessarie per generare dati fondati sul principio di competenza, al fine di predisporre i dati basati sul SEC 95¹⁸. I sistemi di contabilità pubblica devono essere sottoposti a controllo interno e *audit* indipendente e i dati di bilancio dei sottosettori devono essere messi a disposizione del pubblico tempestivamente e regolarmente. Il provvedimento stabilisce, infine, che gli Stati membri dovranno allineare i propri quadri di bilancio ai requisiti richiesti a decorrere dal 2013.

Sulla riforma della *governance* economica la BCE ha espresso apprezzamento per i risultati che si intendono raggiungere in termini di rafforzamento del quadro di sorveglianza macroeconomica e dei bilanci dell'UE. Ha tuttavia espresso l'avviso che il pacchetto legislativo adottato non consente di compiere quel "salto di qualità" necessario per assicurare la stabilità e il regolare funzionamento dell'area dell'euro¹⁹. Come sottolineato, il nuovo assetto lascia ancora ampio margine discrezionale sia alla Commissione sia al Consiglio nell'attività di sorveglianza sui conti pubblici e nell'assicurare l'osservanza delle regole. Altre osservazioni riguardano, ad esempio, l'insufficiente automaticità delle procedure previste per l'irrogazione di sanzioni, la maggiore complessità del nuovo quadro di riferimento per la *governance* delle finanze pubbliche rispetto a quello precedente, l'insuffi-

18) È un sistema armonizzato dei conti adottato dall'Istituto statistico delle comunità europee (Eurostat). Nel 1995, è stato modificato, coerentemente con il nuovo sistema dei conti nazionali (SNA 93), redatto dall'ONU e da altre istituzioni internazionali. Il Sec 95, approvato con Regolamento n. 2223 del 25.6.1995, permette una descrizione quantitativa completa e comparabile dell'economia dei paesi membri dell'UE, attraverso un sistema integrato di conti di flussi e di conti patrimoniali definiti per l'intera economia e per settori istituzionali.

19) Cfr. il parere giuridico del 16.2.2011.

ciente rafforzamento dei quadri di bilancio nazionali²⁰.

Il fiscal compact

L'ultima tappa del percorso evolutivo del quadro normativo relativo alla *governance* europea è rappresentata dall'accordo raggiunto il 30 gennaio 2012 in seno al Consiglio europeo sul testo di un nuovo trattato per rafforzare la disciplina di bilancio e il coordinamento delle politiche economiche²¹. Il "Trattato sulla stabilità, il coordinamento e la *governance* nell'Unione economica e monetaria" è stato firmato il 2 marzo 2012 da tutti i paesi, con eccezione di Regno Unito e Repubblica Ceca, ed entrerà in vigore il 1° gennaio 2013 dopo essere stato ratificato da almeno 12 paesi dell'area dell'euro.

Il Trattato, articolato in sei Titoli, dedica il Titolo III (artt. 3-8) interamente al Patto di bilancio ("*fiscal compact*") che vincola gli Stati aderenti all'adozione di discipline e politiche di bilancio più stringenti. Gli elementi principali del "*fiscal compact*" sono l'obbligo degli Stati membri firmatari di conseguire l'obiettivo del pareggio di bilancio o in avanzo e di attivare un meccanismo automatico di correzione di eventuali sconfinamenti. La regola del bilancio in pareggio, fortemente sostenuta dalla Germania, è stata ritenuta una misura necessaria per assicurare i mercati al verificarsi di crisi di debito sovrano di alcuni paesi europei. Più in dettaglio, si stabilisce che:

1. i paesi firmatari si impegnano a introdurre nella propria legislazione, entro un anno dall'entrata in vigore del trattato, con disposizioni preferibilmente di natura costituzionale, il principio in base al quale il bilancio dello Stato deve essere in pareggio o in avanzo²². La regola è considerata rispettata se il saldo strutturale annuo²³ è in linea con l'obiettivo di medio termine specifico per il paese e non supera il disavanzo strutturale dello 0,5 per cento del PIL. Qualora il rapporto debito/PIL sia inferiore al 60 per cento,

20) BCE, Bollettino Mensile, Dicembre 2011.

21) La predisposizione del trattato era prevista dalla dichiarazione adottata dai Capi di Stato e di governo dell'eurozona a margine del Consiglio europeo dell'8 e 9 dicembre 2011, a cui hanno aderito tutti e 27 gli Stati membri ad eccezione del Regno Unito.

22) Il recepimento negli ordinamenti nazionali della regola del pareggio di bilancio era già previsto nell'ambito del Patto euro plus, quale impegno non giuridicamente vincolante.

23) Viene definito in termini di saldo annuale corretto per il ciclo economico al netto delle misure temporanee e *una tantum*.

- l'obiettivo di medio termine può essere fissato pari a un disavanzo strutturale massimo dell'1 per cento del prodotto;
2. un paese può deviare temporaneamente dall'obiettivo di medio termine o dal percorso di avvicinamento verso tale obiettivo solo al verificarsi di circostanze eccezionali²⁴ oppure in caso di grave recessione;
 3. nel caso di deviazioni significative dal valore di riferimento o dal percorso di aggiustamento verso di esso, le parti contraenti dovranno attivare un meccanismo di correzione automatica. Il meccanismo di correzione dovrà essere recepito negli ordinamenti giuridici nazionali;
 4. la constatazione di osservanza dell'obbligo di recepire il patto di bilancio negli ordinamenti nazionali è affidata alla Corte di giustizia dell'UE sulla base di una relazione della Commissione. In caso di inadempienza, la Corte può comminare sanzioni finanziarie che possono raggiungere lo 0,1 per cento del PIL²⁵;
 5. i paesi dell'area dell'euro si impegnano a sostenere le proposte e le raccomandazioni della Commissione europea laddove uno Stato membro non abbia rispettato i limiti relativi al disavanzo, a meno che tali decisioni o raccomandazioni siano state respinte da una maggioranza qualificata degli altri paesi dell'area;
 6. gli Stati membri con un debito pubblico superiore al 60 per cento devono ridurre la differenza tra il rapporto debito/PIL e il 60 per cento di un tasso medio pari a un ventesimo all'anno, come previsto dal PSC;
 7. i paesi sottoposti a procedura per i disavanzi eccessivi dovranno sottoporre alla Commissione e al Consiglio europeo, per l'approvazione, un programma di partenariato economico e di bilancio che comprenda una descrizione dettagliata delle riforme strutturali necessarie per una correzione effettiva e duratura del loro disavanzo eccessivo.

24) Con tale termine si intende un evento inconsueto al di fuori dal controllo del paese interessato.

25) I corrispettivi delle sanzioni sono versati al Meccanismo europeo di stabilità se il paese appartiene all'area dell'euro e al bilancio generale dell'UE negli altri casi.

Secondo la BCE, il “*fiscal compact*” costituisce un importante passo nella direzione di rafforzare la disciplina di bilancio nell’area dell’euro. In avvenire si impongono tuttavia ulteriori interventi “volti a migliorare il quadro di riferimento per le politiche di bilancio e a compiere progressi verso un’autentica *fiscal stability union*”²⁶.

Completeranno il nuovo assetto della governance economica due proposte di regolamento, note come “*two pack*”, attualmente in discussione presso il Parlamento e il Consiglio europeo, che potrebbero essere approvate entro quest’estate, dopo la ratifica del “*fiscal compact*”. Obiettivo delle due proposte è rafforzare ulteriormente il quadro normativo e il monitoraggio delle politiche di bilancio nazionali. Il primo regolamento (n. COM (2011) 821 definitivo) è diretto a potenziare il coordinamento, la sorveglianza e la disciplina delle finanze pubbliche degli Stati che hanno adottato l’euro. In particolare, la proposta prevede l’introduzione nella legislazione nazionale di una regola di bilancio per il raggiungimento dell’obiettivo a medio termine, nonché di un calendario comune per la predisposizione dei documenti programmatici di bilancio e di una valutazione da parte della Commissione europea dei piani annuali di bilancio per l’anno successivo prima della loro adozione da parte dei Parlamenti nazionali²⁷.

Il nuovo regolamento introduce anche nuovi strumenti per il monitoraggio per gli Stati membri assoggettati a procedura di disavanzo eccessivo. A questi paesi è richiesto di presentare a scadenze regolari rapporti sullo stato di attuazione delle raccomandazioni rivolte loro dal Consiglio europeo.

Il secondo regolamento proposto (n. COM (2011) 819 definitivo) è volto a rafforzare la sorveglianza economica e di bilancio negli Stati membri dell’area dell’euro che si trovano o rischiano di trovarsi in difficoltà tali da comprometterne la stabilità finanziaria. In estrema sintesi, questo regolamento mira a garantire un percorso di aggiustamento appropriato per quei paesi, come ad esempio, la Grecia, l’Irlanda e il Portogallo, che beneficiano di aiuti finanziari.

26) BCE, Bollettino Mensile, Aprile 2012.

27) Qualora questi piani facciano emergere una violazione particolarmente grave del PSC, la Commissione può richiedere la presentazione di un piano alternativo entro due settimane.

Le conseguenze della nuova governance economica sull'Italia

Il rafforzato quadro di disciplina delle finanze pubbliche stabilito nella nuova *governance* economica europea implica la necessità, per il nostro Paese, di proseguire con decisione nell'azione diretta al consolidamento fiscale e alla realizzazione di riforme strutturali in grado di innalzare il tasso di crescita dell'economia e aumentare la competitività delle imprese. Quali sono le iniziative intraprese e quelle in cantiere per il conseguimento dei suddetti obiettivi? A tale quesito si cercherà di dare una risposta nelle pagine che seguono, traendo spunto soprattutto dal Documento di Economia e Finanza 2012 (DEF) approvato dal Consiglio dei Ministri il 18 aprile 2012, in ossequio a quanto previsto dalla procedura di sorveglianza dei bilanci nazionali nell'ambito del semestre europeo²⁸.

Dal 2011, in seguito all'abrogazione della Relazione sull'economia e la finanza pubblica e la Decisione di finanza pubblica, il DEF è il principale strumento di programmazione della politica economica nazionale, che delinea, in un orizzonte di medio e lungo termine, gli impegni e gli indirizzi adottati dall'Italia per il rispetto del PSC e il conseguimento degli obiettivi definiti nella Strategia Europa 2020.

Il documento è articolato in tre sezioni: il Programma di stabilità; l'Analisi e le tendenze della finanza pubblica; il Programma nazionale di riforma. Più precisamente, il Programma di stabilità (PDS) analizza l'evoluzione del quadro macroeconomico internazionale, le prospettive per l'economia italiana, l'impatto sulla crescita delle principali riforme, la dinamica dell'indebitamento netto e del debito, la sostenibilità delle finanze pubbliche, le azioni intraprese e la strategia per il triennio 2013-2015. L'Analisi e le tendenze della finanza pubblica illustra i risultati del conto economico delle amministrazioni pubbliche e le previsioni tendenziali. Il Programma nazionale di riforma (PNR) indica le principali criticità dell'economia italiana e le misure adottate in risposta alle sollecitazioni del Consiglio europeo e della BCE, le azioni intraprese per il raggiungimento degli obiettivi nazionali previsti dalla Strategia Europa 2020, le riforme che il Governo intende realizzare per riportare il Paese su un sentiero di

28) Il DEF è stato introdotto dalla legge 7 aprile 2011, n. 39, che ha apportato alcune modifiche alla normativa di contabilità e finanza pubblica.

crescita durevole e sostenibile, nel rispetto del principio di stabilità delle finanze pubbliche.

La crisi dei debiti sovrani in Europa, circoscritta inizialmente ad alcuni paesi periferici dell'area dell'euro, si è estesa nell'estate del 2011 anche alla Spagna e all'Italia, entrambe afflitte da deboli prospettive di crescita e da squilibri nelle finanze pubbliche. In risposta alle turbolenze dei mercati, il Governo italiano ha anticipato al 2013 l'obiettivo del pareggio di bilancio²⁹, ha varato due manovre correttive³⁰ mirate a ridurre il disavanzo, ha adottato le prime misure volte a favorire la crescita economica.

Nel dicembre 2011, alla luce di un ulteriore indebolimento del ciclo economico e di un drastico peggioramento della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro³¹, il nuovo Governo ha varato una manovra aggiuntiva³² tesa a riequilibrare i conti pubblici e a onorare l'impegno, assunto in sede europea, di conseguire l'obiettivo del pareggio di bilancio nel 2013.

Le misure hanno riguardato principalmente le seguenti aree: riforma del sistema pensionistico, razionalizzazione della spesa sanitaria e riorganizzazione della spesa per l'istruzione scolastica; riduzione della spesa delle amministrazioni locali e dei costi degli apparati pubblici; semplificazione tributaria e potenziamento dell'azione dell'amministrazione finanziaria ai fini dell'emersione del lavoro sommerso e della lotta all'evasione fiscale.

L'azione di risanamento dei conti pubblici è stata accompagnata da altri due provvedimenti volti a rimuovere debolezze strutturali e a in-

29) Il 17 aprile 2012 il Senato ha approvato in via definitiva il disegno di legge che prevede l'obbligo costituzionale dell'equilibrio dei conti per tutte le pubbliche amministrazioni. Le nuove regole si applicano dall'esercizio finanziario 2014 e prevedono un organismo parlamentare di controllo indipendente. L'Italia, dopo la Germania e la Spagna, è il terzo Paese fra le maggiori economie dell'area dell'euro ad attuare le previsioni del "*fiscal compact*".

30) D.L. n. 98/2011 e D.L. n. 138/2011, convertiti rispettivamente dalla L. n. 111/2011 e dalla L. n. 148/2011.

31) Il mese di novembre ha segnato la fase più critica della crisi del debito italiano. I rendimenti sui titoli di Stato, dopo una fase di ascesa progressiva che aveva portato il titolo decennale dal 5,0 al 6,0 per cento nel periodo settembre-ottobre, hanno subito un'ulteriore impennata, che in pochi giorni ha spinto il rendimento al 7,0 per cento. Parallelamente il differenziale tra il BTP decennale e l'omologo *bund* tedesco ha raggiunto 500 punti base.

32) D.L. n. 201/2011, convertito dalla L. n. 2/14/2011 (denominato "Salva Italia").

nalzare il potenziale di crescita dell'economia italiana: il primo opera un intervento di liberalizzazione del mercato (esercizi commerciali, trasporti, ecc.), al fine di favorire lo sviluppo della produttività; il secondo prevede interventi di semplificazione delle procedure e per facilitare la realizzazione di infrastrutture³³. In base a valutazioni ufficiali, gli interventi di liberalizzazione e di semplificazione produrranno un effetto cumulato sulla crescita del 2,4 per cento tra il 2012 e il 2020, con un impatto medio annuo dello 0,3 per cento del PIL³⁴. La tempestiva azione di riequilibrio finanziario intrapresa dal nuovo Governo, unitamente alle iniziative della BCE in materia di politica monetaria³⁵ e alla forte accelerazione del processo di riforma della *governance* economica europea, ha avuto l'effetto di attenuare le tensioni sui titoli italiani, tensioni che sono tuttavia riemerse nel mese di marzo di quest'anno per il diffondersi tra gli operatori di preoccupazioni sulle prospettive di crescita del Paese.

Il Programma di stabilità

Dopo un andamento positivo ma sostanzialmente fiacco, nella seconda parte del 2011 l'attività economica ha perso progressivamente vigore in coincidenza con il rallentamento del ciclo economico mondiale e l'acuirsi della crisi del debito sovrano. Nel complesso, il PIL italiano ha registrato un aumento dello 0,4 per cento, in calo rispetto al 2010 (1,8 per cento). Vi ha influito la debolezza della domanda interna, riconducibile alla flessione degli investimenti fissi lordi (-1,9 per cento), a fronte di una lieve crescita della spesa delle famiglie (0,2 per cento). Positivo è risultato invece il contributo dell'interscambio commerciale, grazie a un incremento delle esportazioni più pronunciato di quello delle impor-

33) Cfr. D.L. n.5/2012, convertito dalla L. n. 35/2012 (denominato "Semplifica Italia").

34) Dalla scomposizione del complesso delle misure adottate in tre macro-aree omogenee, risulta che: il primo aggregato di macro-misure per favorire la concorrenza contribuisce alla variazione del PIL in misura pari a 1,2 punti percentuali nel 2020; il secondo aggregato di macro-misure volte a ridurre le barriere all'entrata nel mercato di nuove imprese genera una crescita del PIL di 0,7 punti percentuali nel 2020; il terzo aggregato di macro-misure, che riducono gli oneri amministrativi per le imprese, fornisce un contributo alla variazione del PIL di 0,5 punti percentuali nel 2020.

35) Tra dicembre 2011 e febbraio 2012 la BCE ha effettuato due operazioni di rifinanziamento con durata triennale e ha ampliato la gamma delle attività stanziabili a garanzia, allo scopo di evitare che le difficoltà di raccolta delle banche si traduccessero in una contrazione del credito all'economia e quindi in un ulteriore peggioramento della fase congiunturale.

tazioni (5,6 e 0,4 per cento, rispettivamente).

Le prospettive economiche sono influenzate principalmente dal ria-cutizzarsi delle tensioni sul mercato dei debiti sovrani, da un rallentamento più accentuato del previsto delle economie emergenti e da possibili rincari del prezzo del petrolio. Non va tuttavia trascurata una serie di possibili rischi al rialzo costituiti da una ripresa più robusta dell'economia statunitense e dagli effetti delle riforme strutturali attuate nell'area dell'euro. In particolare, si stima una contrazione del PIL nel 2012 dell'1,2 per cento, circa 0,8 punti percentuali in meno rispetto al quadro previsivo di dicembre, e una graduale ripresa dell'attività economica nei prossimi tre anni: 0,5 per cento nel 2013, 1,0 nel 2014 e 1,2 nel 2015. Tali previsioni appaiono sostanzialmente in linea con quelle formulate dalla Commissione europea e più ottimistiche invece di quelle del FMI, che nel *World Economic Outlook* di aprile 2012 stima una contrazione del PIL pari all'1,9 per cento nel 2012 e allo 0,3 per cento nel 2013.

Relativamente allo stato dei conti pubblici, il PDS sottolinea che nel 2011 l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche è sceso dal 4,6 al 3,9 per cento del PIL, coerentemente con l'obiettivo indicato dal DEF 2011, per l'effetto combinato della contrazione delle spese in rapporto al PIL (dal 51,2 al 50,5 per cento) e dell'invarianza del rapporto tra le entrate e il PIL (46,6 per cento). Il saldo primario (indebitamento al netto della spesa per interessi) è passato dal pareggio a un avanzo dell'1,0 per cento; l'incidenza del debito pubblico sul prodotto è aumentata di 1,5 punti percentuali, dal 118,6 al 120,1 per cento.

Dal confronto con i principali paesi dell'area dell'euro, emerge che l'indebitamento netto è stato inferiore a quelli registrati in Spagna (8,5 per cento del PIL) e in Francia (5,2 per cento), ma superiore a quello tedesco (1,0 per cento). Inoltre, in Italia l'avanzo primario è stato di poco inferiore a quello tedesco (1,6 per cento del PIL), mentre in Spagna e in Francia il bilancio al netto degli interessi è rimasto in disavanzo (6,1 e 2,6 per cento, rispettivamente)³⁶.

Secondo quanto riportato nel documento, l'insieme delle misure adottate nel corso del 2011 dovrebbe comportare una riduzione graduale

36) Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 3/2012.

dell'indebitamento netto nel 2012 (-1,7 per cento del PIL) e nei due anni successivi (-0,5 nel 2013 e -0,1 nel 2014). Corrispondentemente, l'avanzo primario aumenterebbe in termini nominali, raggiungendo il 5,5 per cento del prodotto nel 2014 (1,0 per cento nel 2011).

La manovra varata a fine anno consentirebbe di reperire risorse sufficienti a correggere l'indebitamento netto per oltre 20 miliardi in ciascun anno del triennio 2012-2014. La correzione deriverebbe in larga misura da aumenti delle entrate³⁷, decrescenti nell'arco del triennio (da 19,4 miliardi nel 2012 a 14,9 nel 2014), che comporterebbero tuttavia un innalzamento della pressione fiscale a poco più del 45 per cento; i risparmi di spesa³⁸, viceversa crescenti nel periodo considerato (da 0,9 miliardi nel 2012 a 6,5 nel 2014), sarebbero riconducibili principalmente a misure in materia previdenziale.

Per quanto riguarda l'evoluzione del rapporto debito/PIL, il PDS ne prevede un aumento al 123,4 per cento nel 2012, dal 120,1 per cento del 2011, per effetto dell'erogazione del contributo all'ESM, del sostegno ai paesi in difficoltà (Grecia, Irlanda e Portogallo), dell'andamento previsto del fabbisogno e di una diversa evoluzione del quadro macroeconomico. L'inversione della tendenza della dinamica del rapporto debito/PIL è prevista nel 2013 quando dovrebbe attestarsi al 121,6 per cento, in conseguenza di una modesta ripresa dell'attività economica.

Il Programma nazionale di riforma

Il secondo capitolo del PNR è dedicato all'analisi degli elementi di criticità che da tempo ostacolano la crescita e la competitività del Paese. Come sottolineato, il deficit di crescita dell'economia italiana trae origine soprattutto dalla scarsa dinamica della produttività del lavoro, riconducibile a sua volta: i) alla diminuzione del peso relativo del settore manifatturiero e al corrispondente aumento di quello dei servizi, contraddistinto da un più elevato impiego del fattore lavoro, da livelli

37) Sono previste maggiori entrate per 26,6 miliardi in media l'anno nel triennio 2012-2014, derivanti prevalentemente dalla tassazione sugli immobili e, in via residuale, dall'inasprimento delle accise, dall'aumento dell'aliquota base dell'addizionale regionale all'IRPEF e dalle modifiche all'imposta di bollo.

38) Le riduzioni di spesa riguardano principalmente le pensioni (estensione del metodo di calcolo contributivo della pensione su base pro-rata a tutti i lavoratori, revisione dei criteri per l'accesso al pensionamento, ecc.) e i trasferimenti agli enti territoriali.

di efficienza inferiori e da una minore esposizione alla concorrenza internazionale; ii) a un modello di sviluppo basato prevalentemente sulle piccole e medie imprese manifatturiere, che mostrano una minore capacità di assorbimento di nuove tecnologie e di penetrazione sui mercati esteri; iii) a una più bassa qualificazione del capitale umano. La minore crescita della produttività si è tradotta in una perdita di competitività delle nostre merci nei confronti dei paesi sviluppati e delle economie emergenti, che ha determinato saldi negativi della bilancia commerciale e l'erosione delle quote di mercato nel commercio internazionale.

Il quarto capitolo del PNR descrive gli interventi che il Governo, ispirandosi ai principi del rigore, della crescita e dell'equità, si propone di attuare entro la fine del corrente anno. Le risorse necessarie per la realizzazione dei suddetti interventi deriverebbero principalmente dai proventi dell'azione di contrasto all'evasione, dai tagli alla spesa pubblica e dall'utilizzo dei fondi dell'UE. Le azioni di riforma sono state raggruppate nelle seguenti macro-aree d'intervento: contenimento della spesa pubblica; federalismo; mercato dei prodotti, concorrenza ed efficienza amministrativa; lavoro e pensioni; innovazione e capitale umano; infrastrutture e sviluppo; sostegno alle imprese; energia e ambiente; sistema finanziario.

L'obiettivo del contenimento della spesa verrebbe perseguito attraverso un'analisi approfondita e dettagliata delle voci che compongono il bilancio pubblico. La *spending review* consentirebbe di evitare inefficienze, eliminare sprechi e recuperare risorse da indirizzare verso gli impieghi più produttivi in termini di crescita e coesione sociale³⁹.

39) Il primo rapporto sulla *spending review* individua cinque anomalie di sistema, tra le quali rilevano in particolare la struttura della spesa pubblica (in Italia, la spesa per la fornitura di servizi pubblici e per il sostegno ai cittadini bisognosi è più alta della media europea, mentre le spese per i consumi pubblici e per le pensioni superano il dato medio), il costo di produzione dei servizi pubblici (negli ultimi trent'anni i costi della specie sono aumentati più rapidamente dei costi di produzione dei beni di consumo privati) e l'aumento della spesa (per diffuse carenze nell'organizzazione del lavoro, nelle politiche retributive e nelle attività di acquisto dei beni necessari per la produzione). Ad avviso del Governo, la spesa pubblica "rivedibile" nel medio termine è pari a circa 295 miliardi di euro; a breve termine, ammonta a circa 80 miliardi. Per l'anno 2012, il Governo stima una riduzione della spesa pubblica di 4,2 miliardi, che equivale a 7,2 miliardi su base annua (9 per cento della spesa "rivedibile" nel breve periodo).

Particolare importanza è attribuita alla promozione della crescita, “senza la quale ogni strategia di consolidamento” (finanziario) rischierebbe di annullare i suoi stessi effetti. In relazione a ciò, l’azione del Governo sarà incentrata su: l’implementazione dell’agenzia digitale (completamento del piano nazionale banda larga, avvio del progetto strategico per la banda ultralarga mobile e fissa, ecc.); il miglioramento delle condizioni di accesso al credito bancario; la riduzione dei tempi della giustizia civile; la realizzazione di un sistema favorevole alle *start up* innovative.

Con riguardo alle imprese, i principali interventi mirano all’ammodernamento delle reti infrastrutturali e alla creazione di un ambiente a loro favorevole, che consenta tra l’altro la riduzione degli oneri amministrativi (di circa il 30 per cento), lo snellimento delle procedure nelle gare d’appalto, la diminuzione dei tempi nei pagamenti della pubblica amministrazione.

L’agenda dei lavori prevede infine la revisione del sistema fiscale per renderlo più flessibile e innovativo, misure di liberalizzazione del sistema economico per “rimuovere privilegi e rendite di posizione” (libertà di stabilimento e di orario per gli esercizi commerciali, istituzione di un’autorità indipendente per regolare i trasporti, ecc.), nonché interventi diretti all’innalzamento del livello di efficienza della pubblica amministrazione, al miglioramento della condizione giovanile (sgravi fiscali per le imprese che assumono giovani sotto i 35 anni, bonus per assunzioni nel sud del paese, ecc.), alla formazione di un mercato del lavoro dinamico, flessibile e inclusivo, alla creazione di più innovazione e ricerca di qualità (finanziamenti concessi sulla base del merito, nuove regole sui finanziamenti per la ricerca, ecc.), alla promozione di un sistema incentrato sul merito sia nella pubblica amministrazione sia nel settore privato, al raggiungimento degli obiettivi indicati dalla Strategia Europa 2020 di cui è cenno nel secondo paragrafo.

Conclusioni

Il programma di riforme presentato dal Governo per il conseguimento di obiettivi in termini di risanamento finanziario e di rilancio della crescita è molto ambizioso, per la molteplicità delle iniziative che

s'intendono realizzare da qui fino alla fine dell'anno. Inoltre, esso si fonda su ipotesi ottimistiche e cioè su un'inversione del ciclo congiunturale nella seconda parte di quest'anno che dovrebbe far ripartire l'economia. In realtà, vi è il rischio, non del tutto remoto, che il quadro macroeconomico possa peggiorare ulteriormente nei prossimi mesi per il riacutizzarsi delle tensioni sui mercati finanziari europei e per un rallentamento più pronunciato dell'economia globale. Non è da escludere, per contro, l'ipotesi di un anticipo della ripresa nello scorcio di quest'anno, "se cesseranno le preoccupazioni dei mercati finanziari internazionali sulla credibilità delle politiche di risanamento fiscale e di rilancio della crescita, sull'efficacia della *governance* europea, con un deciso effetto di riattivazione del credito e della fiducia degli investitori"⁴⁰.

Riferimenti bibliografici

Banca centrale europea (2011), *La riforma della governance nell'area dell'euro*, in *Bollettino Mensile*, n. 3

Banca centrale europea (2011), *Bollettino Mensile*, n. 12

Banca centrale europea (2012), *Bollettino Mensile*, n. 4

Banca d'Italia (2012), *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 3

Rossi S. (2012), *Audizione preliminare all'esame del Documento di Economia e Finanza 2012*, Camera dei Deputati, Roma

Visco I. (2010), *Rafforzare il coordinamento delle politiche economiche*, Camera dei Deputati, Roma

Visco I. (2011), *La governance economica europea: riforma e implicazioni*, Università dell'Aquila

40) Rossi S., Audizione preliminare all'esame del Documento di Economia e Finanza 2012, Camera dei Deputati, Roma, 23.4.2012.

**SVILUPPO DIMENSIONALE, DIVERSIFICAZIONE
PRODUTTIVA E VALORE IN FORMAZIONE NELLE
BANCHE COMMERCIALI**

*SIZE OF DEVELOPMENT, DIVERSIFICATION OF PRODUCTION AND VALUE
IN FORMATION IN THE COMMERCIAL BANKS*

Luigi Panzone

*Economia degli intermediari finanziari
Università degli studi di Chieti-Pescara “G. D’Annunzio”*

*Financial markets and intermediaries
University of Chieti-Pescara “G. D’Annunzio”*

Lo sviluppo dimensionale e la diversificazione dell'attività bancaria non hanno necessariamente come unico obiettivo l'incremento del valore in formazione, poiché quest'ultimo è in diretta connessione alla economicità della gestione, alla capacità remunerativa dei prezzi ed al rischio assunto; la maggiore complessità organizzativa può, invero, contrastare un adeguato incremento del valore, sia per i maggiori costi connessi che per un incremento dell'alea complessiva della gestione.

Ciò non ostante, l'opzione strategica dell'ampliamento delle produzioni non sembra trovi sostanziali rimodulazioni, prevalendo la ricerca di dimensioni crescenti, giudicate fattore di forza determinante per resistere alle pressioni di un mercato in continua evoluzione. In tali scenari, il capitale assume un ruolo di assoluto rilievo per la sua qualità condizionante l'effettiva realizzazione di una strategia di diversificazione e di incremento dimensionale.

E ciò, prescindendo dai target dimensionali ricercati dall'intermediario; nel senso che le politiche finanziarie dovrebbero assumere un ruolo attivo di "pianificazione" della risorsa patrimoniale, in guisa da assicurare sufficienti dotazioni di Free Capital, utile anche nelle banche minori ad assicurare un'articolazione dell'operatività per minimi livelli di diversificazione, ritenuti necessari per rispondere alle richieste del mercato in termini di integrazione dei servizi offerti.

PAROLE CHIAVE: SVILUPPO DIMENSIONALE • DIVERSIFICAZIONE • VALORE
• MINIMA DIMENSIONE • PATRIMONIO • RISCHIO

The growth in size and diversification of banking activities does not necessarily have the only objective to increase the value in formation, because the latter is directly related to the cost of management, the ability of profitable prices and the risk taken, the greater complexity organization may, indeed, be against an appropriate value increase, due to higher costs and increase in the overall risk management.

Nevertheless, the strategic option of the production augmentation does not seem to find substantial remodeling, prevailing the research of size increasing, a factor judged a determining force to withstand the pressures of an evolving market. In this scenario, the capital serves a role of a highly relief for its quality conditioning the effective implementation of a strategy of diversification and size increase. And this, regardless of

the target size sought by the intermediary, in the sense that the financial policies should take an active role of “planning” the resource, so as to guarantee sufficient free capital, useful also in smaller banks to ensure an organization structure with minimum levels of diversification, deemed necessary to respond to market demands in terms of integration of services offered.

KEYWORDS: DIMENSIONAL DEVELOPMENT • DIVERSITY • VALUE • MINIMUM SIZE • EQUITY • RISK

1. L'obiettivo dello sviluppo dimensionale

Il tradizionale banking fonda sullo svolgimento delle funzioni monetaria-creditizia e di investimento, le prime due occupando un'area di centralità nell'unitaria gestione dell'azienda bancaria. Al riguardo la Dottrina, in una fase iniziale del proprio sviluppo, ha inteso riferire al portafoglio titoli una funzione quasi-residuale rispetto all'operatività tipica in prestiti-depositi; individuando successivamente un ruolo di rilievo per il contributo offerto agli equilibri complessivi della gestione da una efficace attività in proprio sul mercato dei valori mobiliari. Tale impostazione era, per così dire, influenzata da due principali fattori: la preminenza assunta dal processo di autogenesi del credito bancario, fondato sull'ampio uso della moneta scritturale nel regolamento degli scambi, nel determinare lo sviluppo dei volumi intermediati, in qualche modo collegati all'espansione della circolazione monetaria (depositi); il contenuto della normativa di riferimento che per un non breve periodo di tempo ha sancito una sostanziale specializzazione dell'attività finanziaria ed incoraggiato la prevalenza di una vigilanza di tipo strutturale, che ha sensibilmente mitigato l'azione competitiva sui mercati. Le conclusioni dottrinali sono arrivate, allora, ad affermare che l'equilibrio monetario-finanziario delle banche trova il presupposto principale nel medio periodo in una crescita dei depositi (prima della capitalizzazione degli interessi)¹; tale assunto trovava la sostanziale conferma nelle dinamiche del mercato che segnalavano

1) T. BIANCHI. Le banche di deposito. UTET.

una continua espansione dell'intermediazione bancaria. È ben noto che negli ultimi anni lo scenario di riferimento è sensibilmente mutato, principalmente per alcune circostanze di rilievo:

- l'accentuato processo di deregolamentazione e successiva nuova normazione delle attività e dei mercati finanziari (ancora in atto);
- la globalizzazione economica e la conseguente integrazione dei mercati (anche monetari); il mutato atteggiamento dei risparmiatori e le crescenti esigenze di una "finanza integrata" presso le imprese;
- l'innovazione tecnologica, e quindi di processo e di prodotto, che ha interessato l'intero settore.

Ne è conseguita una inevitabile intensificazione dell'azione concorrenziale, connessa all'ingresso di nuovi concorrenti non sempre provenienti dallo stesso settore finanziario² che, nella generalità dei casi osservabili, ha colto le strutture manageriali degli intermediari in situazioni di sostanziale impreparazione ed incapacità a cogliere le nuove sfide-opportunità derivanti da un mercato più aperto e vivacizzato. D'altra parte, l'inadeguatezza iniziale delle strategie elaborate dai vertici bancari per affrontare le nuove condizioni del mercato sono riconducibili al sostanziale immobilizzo della struttura dell'offerta ed all'assenza di una vera autonomia strategico-decisionale; e ciò, a ragione del contenuto dell'azione di vigilanza di tipo strutturale, protettiva e quindi scarsamente incline a concedere gradi di libertà significativi per ciò che concerne le politiche dello sviluppo e dell'occupazione dei mercati. Sinteticamente, tali mutati scenari hanno comportato per le banche alcune principali opportunità-minacce, quali:

- a. la possibilità di elaborare e perseguire strategie di sviluppo dimensionale, con lo scopo principale di occupare nuove aree di mercato a fini di un ampliamento della profittabilità della gestione e di conseguire i vantaggi derivanti da economie di costo (di scala e di scopo);

2) Si veda al riguardo, P. MOTTURA, Banche. Strategie, organizzazione e concentrazioni. EGEA. M.E. PORTER, Competitive strategy. Techniques for analyzing industries and competitors, The Free Press, New York, 1998a. M.E. PORTER, Competitive advantage. Creating and sustaining superior performance, The Free Press, New York, 1998b.

- b. l'avvio di nuove produzioni nel comparto delle attività di intermediazione mobiliare ed, in alcuni casi, in quello delle assicurazioni per ampliare l'area della business profitability;
- c. una maggiore razionalità dei processi e della struttura organizzativa, per una più adeguata gestione e presidio dei rischi assunti mediante l'attivazione di una specifica funzione di Risk Management.

a. La crescita dimensionale ha seguito, in via prevalente, la linea dello sviluppo esterno attraverso operazioni di acquisizione che spesso si sono concluse con fusione ed incorporazione dell'intermediario acquisito, che ha comportato un'integrazione delle produzioni di tipo verticale e/o orizzontale. Naturalmente, ciò ha posto alcuni problemi di non agevole soluzione in merito all'assemblamento delle strutture organizzative (risorse) delle aziende coinvolte, il più delle volte caratterizzate da differenti modalità operativo-procedurali e di profilo culturale. Le soluzioni adottate non si sono mostrate sempre efficienti poiché ha prevalso l'interesse del potere di "lobbying" delle strutture manageriali, con mortificazione e spreco di risorse presenti presso le banche acquisite ancor più se l'operatività condotta integrava produzioni della medesima qualità. E ciò, beninteso, al di là delle legittime esigenze di eliminazione di alcune funzionalità "duplicate" al fine del conseguimento di economie di scopo e/o di scala.

La Dottrina non ha espresso giudizi convergenti circa gli effettivi vantaggi derivanti da tale processo di consolidamento del settore in termini di economie di costo, nè le ricerche empiriche sul campo conducono a conclusioni unitarie; in verità, sembra che la misurazione degli effetti economici non si mostri agevole per la significativa crescita della complessità organizzativa degli intermediari coinvolti ed in virtù della circostanza che, in alcuni casi di maggior rilievo ed impatto sul mercato, le integrazioni sono molteplici e successive le une alle altre in intervalli temporali piuttosto ristretti.

L'impressione è che si sia determinato un prevalente atteggiamento alla rincorsa dello sviluppo dimensionale mediante acquisizioni per un rafforzamento del potere di lobbying e per le maggiori opportunità offerte in termini di scelte improntate alla cultura del "moral hazard", anche in virtù delle sensibili asimmetrie di vigilanza conseguenti, per

il noto fenomeno del “too big to fail”.

Allora gli effetti della concentrazione del settore, segnalato da una forte riduzione dei soggetti economici dotati di reale autonomia strategico-decisionale, non vanno verso la direzione di un recupero di condizioni di maggiore economicità con vantaggi per l'intero mercato in termini di riduzione dei prezzi, bensì verso la soddisfazione prevalente degli interessi degli azionisti e dei managers: i primi, per i maggiori profitti conseguenti a posizioni di dominio sui mercati; i secondi, per il conseguimento di consistenti bonus economici.

b. L'avvio di nuove produzioni tipiche dell'investment banking apre nuovi scenari di business per il rafforzamento della profittabilità della gestione che però non possono essere sempre colti dalle banche di più contenute dimensioni, per l'inadeguata dotazione delle risorse necessarie (capitale e lavoro). Dunque, l'integrazione dei processi con ampliamento dell'attività verso un'operatività di intermediazione mobiliare è riscontrabile nella norma presso gli istituti maggiori mentre gli intermediari minori possono efficacemente e con profitto provvedere alla distribuzione di servizi prodotti altrove.

c. Nel contempo, il mutato scenario competitivo e regolamentare ha imposto una maggiore attenzione ai problemi tipici della Taking-Risk Capacity degli intermediari, con sviluppo di attività di risk management mediante l'ausilio di modelli gestionali sempre più complessi, finalizzati all'individuazione e misurazione dei rischi assunti nonché alla verifica continua dell'adequazione delle consistenze patrimoniali a presidiare le possibili perdite (valore a rischio – VAR) derivanti dall'alea di gestione.

2. Divisionalizzazione organizzativa e diversificazione per ASA

La crescente complessità organizzativa conseguente allo sviluppo dimensionale ed alla integrazione dei processi ha posto in crisi il tradizionale modello funzionale con l'ingresso sulla scena di strutture divisionali, fondate su di un meccanismo di delega dei poteri decisionali mirante a conferire alle singole divisioni un certo grado di autonomia; e ciò, almeno presso gli intermediari di maggiori dimensioni. Il primo possibile vantaggio è quello di una valorizzazione delle capacità imprenditoriali presenti in azienda, a condizione che le responsabilità

decentrate coincidano con una sufficiente autonomia decisionale, per poter massimizzare i risultati conseguibili in virtù dello sforzo manageriale profuso. È chiaro, però, che non va obliata una concezione unitaria dell'azienda, principalmente per quel che concerne l'equilibrio della struttura finanziaria, le condizioni di liquidità della gestione, il profilo del rischio e la complessiva Taking-Risk Capacity. In verità, a ben osservare la realtà dei mercati, si rileva in alcuni casi una certa incongruenza tra aspetto formale dell'organizzazione (divisionale) ed effettivo esercizio del potere decisionale che può ridurre l'efficacia dello schema organizzativo nelle sue capacità di valorizzazione delle qualità manageriali³. Ad ogni buon conto, prevale nei casi di strutture divisionali l'individuazione di specifiche aree strategiche di affari (ASA) alle quali viene riferita l'operatività dei tipici business dell'intermediazione creditizia e mobiliare complessivamente svolte dall'istituto bancario, quali: il private e corporate banking (retail bank); l'asset management e l'investment banking (in proprio ed in conto); una ripartizione dell'attività per area geografica ed altro ancora. Tale configurazione dei processi produttivi svolti in seno alle banche trova fondamento nell'attuazione di strategie "Corporate" e di "Business": le prime, volte a diversificare l'attività d'impresa in guisa da ampliare la profittabilità della gestione, mediante l'ingresso in nuovi segmenti del mercato e/o l'espansione di quelli già occupati; le seconde, finalizzate a massimizzare i risultati delle singole ASA (Divisioni) in termini di conquista di quote di mercato e di reddito. A ben vedere, dunque, in un approccio teorico il tentativo dovrebbe essere quello di un rafforzamento del profilo gestionale dell'intermediario in termini di solvibilità e di stabilità prospettica così come di redditività e rischio. Ora, va detto che le banche che hanno adottato una organizzazione di tipo divisionale sono prevalentemente quelle di maggiori dimensioni, in virtù anche della strategia di diversificazione per ASA, e che il più delle volte risultano quotate su listini ufficiali. Ciò ha incoraggiato l'adozione di strategie aventi come obiettivo principale quello del massimo risultato per gli azionisti in termini di reddito corretto per il rischio, al fine di un sostegno dell'appetibilità del titolo sui mercati

3) Si veda, P. MOTTURA, *Banche*, op.cit.

e per conservare integra una certa forza d'attrazione del capitale. In verità, tali elementi rendono anche più agevole le operazioni di acquisizione (fino alle incorporazioni) mediante concambio azionario e gli aumenti di capitale per un rafforzamento della struttura finanziaria. Ma, ciò non ostante, la tendenza può essere quella di una esasperazione della ricerca del reddito in un'ottica di short terms, ancor più in quei casi in cui tale obiettivo si associa alla concessione di incentivi nella forma di bonus economici al top management. Come abbiamo già avuto modo di osservare in precedenti lavori⁴, in uno scenario di mercato caratterizzato da sensibili imperfezioni, ciò può determinare alcuni effetti indesiderati del tipo:

- incremento dei prezzi negoziati non suffragati da maggiore qualità dei servizi, bensì conseguenza di rilevanti posizioni di dominio sui mercati e di condizioni di scarsa trasparenza;
- tendenza all'ampliamento del divario tra i tassi medi attivi e passivi negoziati sulle operazioni di raccolta e di prestito, con penalizzazione delle imprese e delle famiglie;
- rincorsa di lucri da negoziazione di valori mobiliari (trading-speculazione) nel breve termine, con espansione dell'alea della gestione ed assorbimento di risorse di capitale crescenti, distratte dallo svolgimento delle più tipiche funzioni monetaria e creditizia;
- adozione di modelli di governance orientati ad una forte innovazione di processo ed organizzativa, non sempre però ispirata dal perseguimento di migliori condizioni di economicità bensì da nuove soluzioni da proporre al mercato (analisti-investitori) ed azionisti; e ciò, quasi nel tentativo di traslare nel tempo l'effettuazione di una reale verifica (a consuntivo) dei benefici economici conseguenti alle strategie adottate ed alle azioni condotte.

L'obiettivo del massimo reddito, quindi, può generare nella gestione dell'intermediario un reale incremento della rischiosità complessiva connessa a ridotte condizioni di economicità ed allo sviluppo di at-

4) L. PANZONE, Profili di criticità di una finanza per le imprese, Libreria dell'Università Editrice. 2010. L.PANZONE, L'obiettivo del valore nelle banche commerciali, in rivista "IL Risparmio", 2/2011.

tività a maggior rischio generatrici di profitti nello short terms; non sempre assunto (il rischio) con dichiarata consapevolezza anche a ragione di una complessità organizzativa crescente, foriera di asimmetrie informative e di vigilanza sempre più insistenti. Ne risente la qualità della struttura finanziaria e la Taking Risk Capacity, come è stato ampiamente dimostrato dalla recente crisi finanziaria che ha indebolito sensibilmente la stabilità di una gran parte degli intermediari di maggiori dimensioni operanti sui mercati; generando in alcuni casi un effetto di “credit crunch” in virtù delle riduzioni indotte sul Free Capital, fino all’abbattimento per perdite dello stesso patrimonio di vigilanza, con gravi ripercussioni sul settore dell’economia reale per la penuria di capitale disponibile per le imprese e le famiglie. In tali scenari, si assiste ad un curioso fenomeno: a volte il reddito consumtivato dalle banche si mostra crescente; e ciò, può essere la indiretta riprova che i prezzi negoziati non sono equi e connessi alle reali utilità economiche contenute nei servizi offerti e che i profitti derivano da attività speculative condotte sui mercati mobiliari. Naturalmente, l’obiettivo del massimo reddito viene riflesso sulle singole “business unit “ (ASA), prediligendo quelle che mostrano di possedere una maggiore profittabilità in termini di allocazione delle risorse di capitale di proprietà, disponibili per il presidio dei rischi assunti. Il pericolo è che possano trovare un’accentuata preferenza quelle attività capaci di sortite in termini di consistenti profitti nel breve termine, con penalizzazione di quella operatività tipica del tradizionale banking e riferibile allo svolgimento della funzione creditizia (prestiti-depositi), così determinante per il sostegno dello sviluppo delle produzioni in seno alle imprese e dei consumi presso le famiglie; e ciò, ancor più in un sistema bank-based com’è il nostro.

In verità, le banche dovrebbero modulare le proprie funzioni obiettivo e dunque il contenuto della “mission” aziendale anche in relazione alla rilevante inerenza di pubblico interesse nella propria attività che trova fondamento nello svolgimento della funzione monetaria e nella mobilitazione di quote rilevanti del risparmio nazionale verso mete produttive della ricchezza e dello sviluppo economico in genere.

Dalla qual cosa discende il rilievo assunto dalla stabilità degli istituti e dalla loro capacità di allocare il capitale secondo i principi della meritevolezza (capacità di rimborso-merito creditizio), in condizioni

di trasparenza e di prezzi economici ovverosia rappresentativi delle utilità sottostanti. L'interesse degli azionisti, in tale logica, non potrà prevalere su quello degli altri stake holders, quali imprese-famiglie-Pubblica Amministrazione, anche in ragione del modesto grado di patrimonializzazione normalmente riscontrabile presso le banche di ogni ordine e grado. Naturalmente, non si potrà prescindere dal conseguimento di un congruo reddito corretto per il rischio a titolo di remunerazione del capitale di proprietà.

3. Il valore in formazione nella banca diversificata

Continuando nell'analisi, va detto che la nozione di valore a cui intendiamo riferirci è quella che trova origine dall'incremento delle utilità economiche contenute negli input in virtù dello svolgimento delle produzioni aziendali e traslato negli output ottenuti. Tale concetto assegna rilievo alla funzione svolta dai prezzi che in un mercato realmente concorrenziale rappresenteranno le utilità contenute nei beni e servizi, i quali saranno oggetto di domanda in relazione al piano di preferenze marginali espresso dagli acquirenti. In tali circostanze, il valore prodotto come incremento delle utilità trova presupposto nelle condizioni di efficienza economica delle imprese, quanto a produttività (coefficienti unitari di input) e di economicità (economie di costo). Le condizioni di svolgimento della gestione assumono un valore segnaletico anche in presenza di mercati imperfetti, poiché in assenza di un reale significato di riferimento dei prezzi l'economicità delle produzioni è un primo indice della capacità aziendale di generare incrementi di ricchezza (utilità). Al riguardo, sono ben note le sensibili imperfezioni che caratterizzano gli odierni mercati finanziari, quanto alla presenza di asimmetrie informative e di un inefficace pricing che determina significativi disallineamenti dei valori finanziari da quelli economici sottostanti. Le banche si avvantaggiano di tali scenari di sistema, accentuando la loro già manifesta prevalenza contrattuale facendo leva sulle rilevanti dimensioni che, a volte, consentono la negoziazione di prezzi di quasi-oligopolio. Se questa è la situazione che prevale, il conseguimento di consistenti profitti non sempre deriva da un reale processo di creazione del valore, bensì da prezzi esosi (non economici) ed iniqui, nei quali vengono traslate significative diseconomie della gestione;

e ciò, in mercati prossimi a reali condizioni di competitività non si renderebbe possibile.

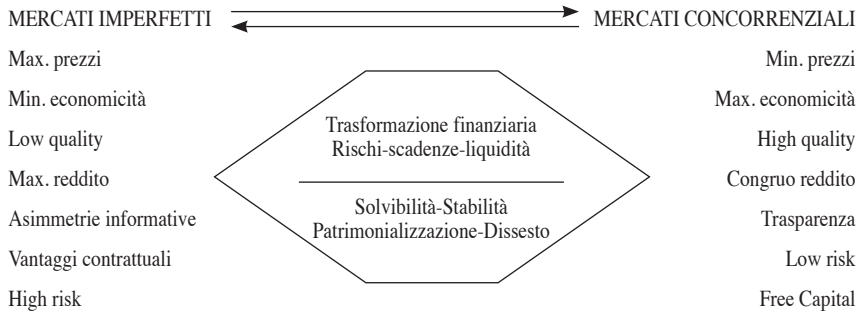
Ne deriva che il reddito degli intermediari può trovare origine da un processo di trasferimento del valore prodotto altrove (famiglie-imprese), mediante lo strumento del prezzo in mercati di quasi oligopolio, dove gli utilizzatori dei beni e servizi non possono sottrarsi dal “consumo” degli stessi, poiché non si mostra agevole rinunciare all’uso degli strumenti di pagamento bancari nelle moderne economie; com’anche al credito elargito dalle banche stante la loro centralità nel sistema dell’intermediazione; ed ancora, agli altri servizi tipici dell’investment banking. Assumono, quindi, rilievo assoluto le condizioni di economicità caratterizzanti le gestioni bancarie: primo parametro segnaletico di un valore in corso di formazione e che può essere rivolto al mercato in termini di minori prezzi e maggiori qualità, dopo aver congruamente remunerato il capitale di proprietà; ovvero verso gli azionisti, nella forma del massimo reddito.

Naturalmente, un corretto giudizio sul valore generato non può prescindere dalla valutazione dei rischi ad esso associati e riferibili all’alea complessiva della gestione della banca.

Questi assumono, com’è noto, una specifica connotazione finanziaria principalmente in rapporto alla probabilità di mancato rimborso dei prestiti (rischio primo creditizio), al riflesso delle variazioni dei tassi di mercato sul divario, alle condizioni del mercato mobiliare quanto ad andamento dei prezzi per i titoli detenuti in portafoglio, al divario di scadenza tra gli attivi ed i passivi finanziari in merito a possibili impreviste oscillazioni della raccolta.

Nella figura che segue si riporta una rappresentazione del paradigma banche-mercati⁵:

5) Si veda, L. PANZONE, Diversificazione, rischio e valore nella banca, in rivista “IL Risparmio”, 3/2011.

Figura 1. Paradigma Banche-Mercati

Dunque, un'analisi del valore in formazione che fondi solo sulla configurazione del reddito corretto per il rischio può risultare inefficace, per una compiuta verifica della capacità della banca di produrre utilità economiche.

Ed in effetti, il risultato della gestione economica è solo uno dei possibili parametri che può segnalare il valore in formazione mentre assume rilievo il livello dei prezzi e la qualità dei prodotti. Queste ultime performance risultano essenzialmente dalla struttura organizzativa e produttiva, quanto ad input tecnologico e qualità delle risorse umane nonché a condizioni di economicità della gestione.

Nella banca diversificata, dove la funzione obiettivo viene traslata su differenti business unit, il pericolo può essere quello di perdere la visione unitaria d'azienda che non può prescindere dalla necessità di preservare gli equilibri della gestione in condizioni di stabile sviluppo. E ciò si rende agevole qualora la struttura finanziaria si presenti adeguatamente elastica, le operazioni di credito attivo siano dotate di elevati rating, le coordinazioni della gestione si caratterizzino per soddisfacenti condizioni di economicità, le consistenze patrimoniali si mostrino idonee ad affrontare (presidiare) il rischio complessivamente assunto.

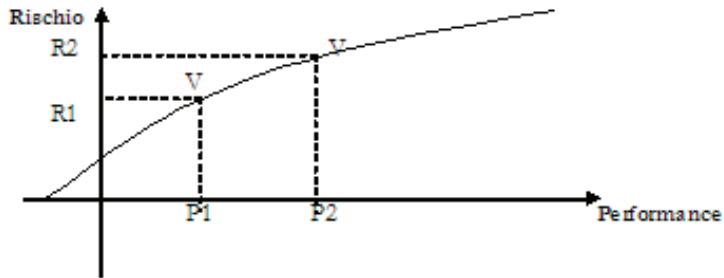
E quindi, prescindendo dal profilo della funzione obiettivo assegnata alle singole ASA, non si potrà trascurare una composizione degli attivi patrimoniali che sappia meglio interagire con la struttura dei passivi, in termini di elasticità dei tassi negoziati e di possibilità di rapido

smobilizzo; com'anche di una consistenza complessiva del valore al rischio (VAR) sensibilmente inferiore al capitale disponibile per il suo pareggio (Available Capital). E altresì evidente che il rischio assume il ruolo di “value driver” di assoluto rilievo, poiché nessuna performance può essere espressione reale del valore in formazione senza essere stata ponderata con l'alea assunta della gestione per il suo conseguimento.

Ad ogni buon conto, si potrà affermare con difficoltà di smentita che la produzione del valore assume sempre l'aspetto di un processo unitario e che la distinzione dell'unica azienda in molteplici ASA (aree strategiche di affari) è finalizzata ad una migliore comprensione e gestione della struttura del processo di creazione delle utilità economiche oggetto di produzione, in guisa da poter meglio calibrare e organizzare le risorse a vantaggio di una massimizzazione del risultato. Quest'ultimo trova una più agevole rappresentazione nelle sue componenti qualora il target strategico si riferisca ad una unica performance (ad esempio, il reddito) per ciascuna ASA; diversamente, nel caso gli obiettivi delle stesse possono essere apparentemente divergenti fra loro. In altre parole, appare più difficile l'analisi ed il confronto dei risultati conseguiti se la banca diversificata pone come obiettivo di un'ASA il reddito, di un'altra il minimo prezzo e di un'altra ancora la massimizzazione della qualità. È, comunque, sempre possibile rappresentare il valore come un binomio performance-rischio, nel senso che una minore rischiosità rispetto alla stessa performance segnala un incremento del valore; viceversa, in caso contrario. Da ciò scaturisce una conseguenza logica: sarà possibile evidenziare misure del binomio (performance-rischio) dissimili ma che corrispondono al medesimo valore. E cioè,

performance 1/rischio 3 = performance 4/ rischio 2; normalmente, può avvenire che un incremento della performance sia bilanciato da una crescita del rischio, in guisa che il valore ottenuto sia pari a quello precedente all'incremento stesso; e viceversa. Allora, è possibile rappresentare sugli assi cartesiani una curva i cui punti rappresentano medesimi valori per differenti rapporti performance/rischio.

Grafico 1.

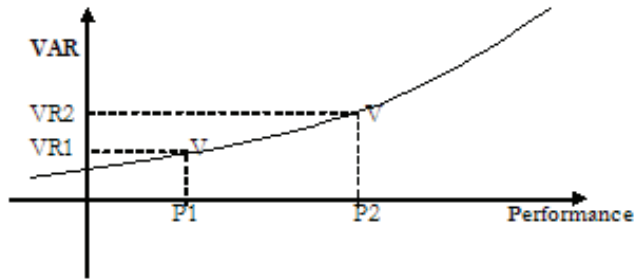
Curva dell'indifferenza del valore

Sulla curva, i punti V (R1/P1) e V (R2/P2) rappresentano medesimi livelli del valore in relazione a differenti binomi performance-rischio; l'andamento della stessa è di tipo “convesso” poiché l'ipotesi è che incrementi anche minimi del rischio, al di là di certi livelli, “compensano” maggiori crescite della performance; e ciò può essere condivisibile. Ora va detto che la realizzazione delle opzioni strategiche in termini di “performance (reddito-prezzi-qualità) – rischio”, e quindi di valore, comporta un'attività di investimento con input di capitale (principalmente tecnologico) crescente, rispetto a performance di livello superiore; ne deriva un connesso incremento dei valori a rischio e del fabbisogno di capitale necessario al loro presidio (capitale a rischio).

Nel senso che **VAR = attività (investimenti) X coefficiente di rischio (r)**, da cui **+ Δ attività = +Δ VAR**.

Quindi, la performance può essere messa in relazione al VAR conseguente, connesso al livello di investimenti (attività) ed al rischio (r), in guisa che il binomio in analisi sia: “performance-valore a rischio”. Anche in questo caso, sarà possibile disegnare una curva dell'indifferenza del valore sugli assi cartesiani ma che mostrerà un andamento di tipo “concavo” poiché il valore al rischio crescerà in via più che proporzionale alla performance, in virtù dell'incremento del coefficiente r (vedi grafico 1).

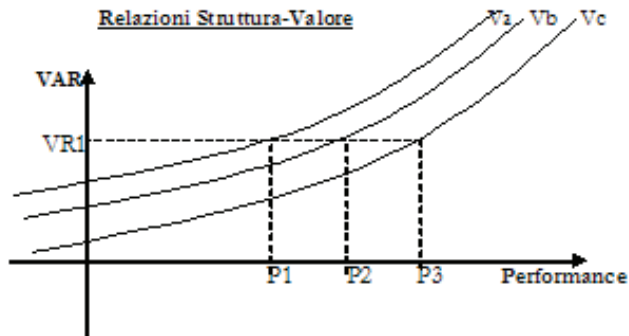
Grafico 2

Curva dell'indifferenza del valore

I punti V ($P1/VR1$) e V ($P2/VR2$) rappresentano medesimi valori per differenti binomi “performance-valore al rischio.

Continuando nell’analisi si può affermare, utilizzando lo stesso approccio logico, che la medesima performance può essere conseguita mediante differenti combinazioni di risorse (capitale-lavoro-struttura), ad ognuna delle quali corrisponde una curva del valore individuata da molteplici relazioni del binomio performance-rischio.

Grafico 3

Relazioni Struttura-Valore

Nel grafico 3, tentiamo una rappresentazione grafica dei concetti sopra esposti. La curva del valore V_c è quella generatrice del maggior risultato poiché per un medesimo valore a Rischio ($VR1$) si registra la maggiore performance ($P3$). Dunque, la scelta strategico-operativa

dovrebbe optare per la combinazione produttiva individuata dalla curva V_c .

Concretamente, una volta individuata la funzione obiettivo della banca ed averla traslata sulle differenti ASA in termini di performance, bisognerà individuare le possibili configurazioni produttive ed analizzare per ciascuna di esse l'andamento del binomio performance-rischio rispetto alla curva di indifferenza del valore; scegliendo poi la combinazione che individua la maggiore performance a parità di VAR (capitale al rischio) e, quindi, il più alto valore conseguibile. Pertanto, se le ASA sono tre (ASA1, ASA2, ASA3), le combinazioni produttive per ciascuna "business unit" potrebbero essere: $V1c$, $V2c$, $V3c$; assicurando il massimo risultato possibile sulla base della diversificazione in atto e delle risorse disponibili.

È chiaro, quindi, che il valore è funzione del paradigma strategica-struttura, nel senso che la struttura, intesa come risorse disponibili, influenza le performance in relazione al contenuto della funzione obiettivo.

È, inoltre, anche evidente che la strategia determina la struttura, se il profilo culturale prevalente nell'organizzazione è ricettivo e disposto al cambiamento e se nell'ambiente sono reperibili (disponibili) le risorse aggiuntive (marginali) necessarie.

4. L'ottima dimensione dell'Area Strategica di Affari

A ben osservare la curva dell'indifferenza del valore in precedenza rappresentata si evince, in una prima conclusione, che la banca può avere l'interesse ad un minimo dimensionamento delle produzioni poiché il risultato in termini di valore non muta per un ridotto livello di valore al rischio. In verità, nella realtà dei mercati, tale ipotesi non trova conforto essendo chiaramente contraddetta da una rincorsa allo sviluppo dimensionale. Quest'ultima strategia, però, non sembra essere sempre suffragata da reali motivazioni economiche bensì dal desiderio di rafforzare il potere di lobbying ed il dominio del mercato, anche per i vantaggi che ne derivano in termini di prezzi.

Dunque, la scelta di un ampliamento dei processi produttivi può essere motivata da considerazioni, per così dire, extraeconomiche che inducono a massimizzare i livelli di investimento, ed il conseguente

capitale a rischio (VAR), senza conseguire reali benefici in termini di incremento del valore, inteso come utilità economiche prodotte.

Ma prescindendo da tali considerazioni, vi possono essere esigenze di tipo esogeno che motivano il ricorso ad uno sviluppo dimensionale al di là di un punto minimo giudicato conveniente, quali la ricerca di maggiori quote di mercato ovvero la conservazione di quelle possedute in presenza di un ampliamento dello stesso; il recupero di indispensabili economie di costo per riduzioni di prezzo in mercati vieppiù competitivi; l'incremento della qualità dei prodotti con immissione di input crescenti di tecnologia; l'espansione dei volumi intermediati per rafforzare la centralità sul sistema (vantaggi informativi); l'avvio di nuove produzioni per recuperare aree di profittabilità nella gestione; l'integrazione verticale dei processi per un controllo degli approvvigionamenti tecnologici⁶, ovvero per un rafforzamento delle capacità di collocamento mediante sviluppo della rete distributiva. Pertanto, la scelta dimensionale delle combinazioni produttive non risponde solamente ad esigenze di natura endogena, quale il valore in formazione, bensì alle necessità dell'impresa di saper efficacemente competere in un mercato dinamico ed in continuo cambiamento. In qualche modo, tale analisi è anche riferibile all'obiettivo del reddito, il quale non potrà risultare inferiore a determinati livelli seppur correlato a maggiore rischiosità, giacché l'investitore azionista sembra presentare una maggiore propensione per rischi crescenti abbinati a redditi maggiori; diversamente, l'opzione sarebbe quella di un investimento verso rendimenti prossimi al Free Risk Interest⁷. Ma redditi incrementali comporteranno, coeteris paribus, investimenti crescenti e quindi maggiore capitale a rischio. Ed allora, la scelta della dimensione ottimale per l'impresa circa la specifica ASA dipende essenzialmente:

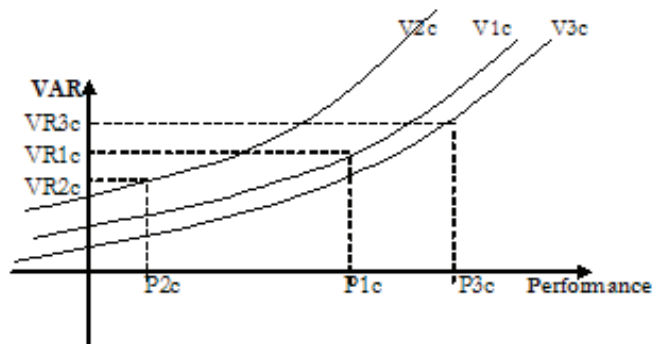
- da fattori esogeni, quali le condizioni ambientali e di mercato;
- da fattori endogeni, primi fra i quali le risorse disponibili in termini di profili professionali e tecnici degli uomini e la consistenza dei mezzi di diretta pertinenza.

6) Si veda, P. MOTTURA, *Banche.op.cit.*

7) Il Free Risk Interest potrebbe essere riferito al rendimento decennale dei BTP di Stato. Si veda, L. Panzone, *L'obiettivo del valore nelle banche commerciali*, in Rivista "Il Risparmio", 2/2011

Quest'ultimo fattore può diventare realmente condizionante, assumendo il ruolo di variabile indipendente e discriminando l'ampiezza della diversificazione e lo sviluppo dimensionale; e ciò è intuitivo. Dunque, tornando all'analisi grafica, si tenta una rappresentazione sintetica del fenomeno con l'ausilio di un modello sugli assi cartesiani.

Grafico 4



Il grafico mostra l'andamento delle curve del valore, rispettivamente, per le ASA2-ASA1-ASA3; tra di esse, la curva V3c (ASA3) mostra il maggior livello di performance a parità di VAR (valore al rischio), ma anche la più ampia dimensione minima di convenienza; l'effettiva realizzazione degli investimenti nell'ASA3 si mostrerà conveniente per livelli del capitale al rischio superiori al punto VR3c/P3c. Medesimo discorso per le altre business unit, il cui valore è rappresentato dalle curve V1c e V2c, entrambi espressione della combinazione produttiva più efficiente rispetto alla performance prescelta (grafico 3.).

La massima diversificazione di convenienza dell'impresa sarà realizzata in presenza di un "available capital" al minimo pari alla sommatoria dei valori a rischio V2c, V1c, V3c; e cioè,

Available Capital = Economic Capital (Capitale al Rischio) = VR3c + VR1c + VR2c.

In caso contrario, la diversificazione realmente attuata sarà minore fino ad una focalizzazione dell'attività su di un'unica tipologia di bu-

siness (ASA).

Per altro verso, nell'ipotesi di una limitazione del capitale disponibile (available capital) si potrà essere costretti a rinunciare al business più profittevole (ASA3-V3c), poiché caratterizzato dalla maggiore dimensione minima conveniente.

Ciò, in parte, può spiegare la rincorsa allo sviluppo dimensionale attraverso un processo di diversificazione mediante acquisizione (linea di sviluppo esterno) di altri intermediari, già operanti nel settore prescelto ed utilizzando lo strumento del concambio azionario; la politica consente un superamento del limite iniziale delle risorse disponibili per realizzare il salto dimensionale. Dunque, l'obiettivo della "crescita ad ogni costo" mediante aggressive politiche di acquisizione può trovare fondamento nel tentativo di superamento del livello dimensionale giudicato critico, in relazione alla necessità di una minima diversificazione utile per affrontare le sfide del mercato.

Una conferma indiretta della presenza di tali fattori di condizionamento riferiti alle strategie di diversificazione attuate arriva dall'osservazione del mercato: le banche di più contenute dimensioni dimostrano un assai ristretto ambito di diversificazione, sino ad annullarsi del tutto negli istituti a vocazione localistica. In tali casi, si persegue la via degli accordi commerciali tra più aziende o la costituzione di apposita società produttrice dei servizi da distribuire presso i propri sportelli; o ancora, l'organizzazione di specifici intermediari da parte delle associazioni di categoria.

La conclusione che si può, quindi, dedurre dalla breve e sintetica analisi condotta è che lo sviluppo dimensionale e la conseguente diversificazione in atto presso le banche può non essere il risultato di mere scelte volte a massimizzare il valore, bensì la combinata influenza di fattori endo-esogeni che ne determinano la minima dimensione conveniente in relazione al business, ovvero ai business prescelti. Nel sistema delle variabili condizionanti, la disponibilità di risorse a titolo di capitale di proprietà appare quella più determinante e di rilievo assoluto.

Ciò induce a rimeditare il contenuto delle politiche finanziarie condotte sino ad ora dalle banche, almeno nella generalità dei casi osservabili; nel senso che la risorsa patrimoniale, considerata costosa, viene impiegata nel tentativo di "minimizzarne" la consistenza. In tal

modo, si torna ad un'antica impostazione dottrinale, invero da tempo superata, che assegna al capitale di proprietà una funzione "residuale", nella constatazione che l'equilibrio finanziario possa fondare su di una continua espansione della raccolta connessa allo sviluppo della circolazione di moneta bancaria (autogenesi del credito).

Al contrario, i mezzi di diretta pertinenza svolgono la funzione primaria di presidio al rischio della gestione e, quindi, alla stabilità dell'intermediario; per cui, lo sviluppo dimensionale necessario per tenere il passo del mercato, anche solo con riferimento alla tradizionale funzione creditizia, non può prescindere da un adeguamento dei capitali di proprietà. In tal senso, premia e rende vincenti una politica finanziaria attiva, sempre orientata ad incrementi patrimoniali che anticipino le dinamiche del mercato. A dire il vero, sembra che oggi le operazioni di aumento del capitale siano la conseguenza di decisioni imposte dalle circostanze esterne, per primo la regolamentazione di vigilanza in tema di coefficienti minimi patrimoniali.

5. Conclusioni

Lo sviluppo dimensionale e la diversificazione dell'attività bancaria non hanno necessariamente come unico obiettivo l'incremento del valore in formazione, poiché quest'ultimo è in diretta connessione alla economicità della gestione, alla capacità remunerativa dei prezzi ed al rischio assunto; la maggiore complessità organizzativa può, invero, contrastare un adeguato incremento del valore, sia per i maggiori costi connessi che per un incremento dell'alea complessiva della gestione. D'altra parte, l'obiettivo di una profittabilità crescente mediante l'integrazione delle produzioni con evidenza di nuove business unit, in alcuni casi, può essere raggiunto per livelli di reddito inferiori alle attese ovvero per un binomio performance-rischio che evidenzia una sostanziale costanza del valore, se non una riduzione dello stesso. Ciò non ostante, l'opzione strategica dell'ampliamento delle produzioni non sembra trovi sostanziali rimodulazioni, prevalendo la ricerca di dimensioni crescenti, giudicate fattore di forza determinante per resistere alle pressioni di un mercato in continua evoluzione. In tale scenario, il capitale assume un ruolo di assoluto rilievo per la sua qualità condizionante l'effettiva realizzazione di una strategia di diversifica-

zione e di incremento dimensionale. Tali considerazioni pongono in risalto l'importanza delle scelte allocative del patrimonio disponibile, per affrontare la rischiosità complessiva dell'impresa bancaria diversificata, che di norma seguono il principio della massimizzazione del valore. Se si vuole intendere quest'ultimo come reddito corretto per il rischio ricorre la possibilità che si determini un'alterazione nel processo di formazione del valore stesso, il quale in mercati imperfetti può derivare da prezzi non economici seppur di vantaggio per l'intermediario, poiché non realmente connessi alle utilità offerte; da ciò, può derivare una tendenza delle banche a concentrare maggiori porzioni del capitale disponibile in quelle ASA contraddistinte dai più alti redditi nominali, perché associati a prezzi crescenti frutto di posizioni dominanti sul mercato; ne deriva un impoverimento delle risorse disponibili per lo sviluppo dell'operatività condotta in altre business unit, com'è quella del tradizionale retail banking. Sarebbe, invece, auspicabile che nei processi di allocazione del capitale (capital budgeting) non si perdesse di vista l'unitarietà dell'azienda ed, in particolare, il contenuto della "mission"; ne potrebbe invero risultare un'accentuazione degli squilibri gestionali, qualora assumessero maggior rilievo profili operativi che promettono consistenti profitti nel breve termine ma anche rilevanti perdite in periodi altrettanto brevi. D'altra parte, una corretta rappresentazione del valore non può prescindere dall'evidenza del rischio assunto (individuazione-misurazione), così come da soddisfacenti condizioni di economicità della gestione, alcune volte trasferite su minori prezzi e maggiore qualità dei prodotti offerti. La differenziazione in ASA dell'unico processo bancario si rifletterà, altresì, sulla qualità della struttura finanziaria, in termini di elasticità-condizioni di liquidità-rischio-rendimento; quest'ultima risulterà condizionata dal contenuto delle opzioni strategiche di business (ASA), le quali potrebbero determinare un incremento del rischio oltre la soglia giudicata compatibile con la struttura patrimoniale della banca, con riflessi sul valore in formazione che ne potrebbe risultare penalizzato. In tali scenari, appare determinante il livello di patrimonializzazione raggiunto dai singoli istituti, poiché la disponibilità del capitale consente l'attuazione delle politiche di investimento ritenute necessarie per vincere la sfida dei mercati. E ciò, prescindendo dai target dimensionali ricercati dall'intermediario; nel

senso che le politiche finanziarie dovrebbero assumere un ruolo attivo di “ pianificazione” della risorsa patrimoniale, in guisa da assicurare sufficienti dotazioni di Free Capital, utile anche nelle banche minori per un’ articolazione dell’ operatività verso minimi livelli di diversificazione, ritenuti necessari per rispondere alle richieste del mercato in termini di integrazione dei servizi offerti. Ed in effetti, si è avuto già modo di argomentare sulla variabile “ dimensionamento” dei processi produttivi, con evidenza di un possibile forte condizionamento del fattore ambientale nel definire la minima ampiezza giudicata conveniente per le produzioni bancarie; dal che la conseguenza che il perseguimento di stabili condizioni di equilibrio impongono agli intermediari un adeguamento della soglia dimensionale al minimo livello ritenuto compatibile per affrontare la sfida del mercato.

Riferimenti bibliografici

- Abraham J.P. e Van Dijke P., *European financial cross-border consolidation*, Ente per gli Studi monetari, Bancari e Finanziari- Luigi Einandi, “Quaderno di Ricerche.25”, 2002.
- Altunbas Y. E Marques Ibanez D., *Mergers and acquisition and bank performance in Europe- The role of strategic similarities*, Working Paper Series n.398, European Central Bank, 2004.
- Amel D.F. – Barnes C.- Panetta F.– Salleo C., *Consolidation and efficiency in the financial sector: a review of the international evidence*, “Journal of Banking and Finance”, 2004.
- Baravelli M., *Le nuove frontiere dell’organizzazione della banca. Evoluzione ed innovazione dei modelli manageriali e organizzativi nell’industria bancaria*, Ricerca Newfin, Milano, 2007.
- Beccalli E., *Investimenti in tecnologia e performance nelle banche in Europa*, Bancaria Editrice, 2005.
- Berger A.N., *The integration of the financial services industry: Where are the efficiencies?*, “ North American Actuarial Journal”, 4/2000.
- Focarelli D. – Panetta F. – Sallo C., *Quali sono le cause e gli effetti delle fusioni e acquisizioni tra banche ?*, in AA.VV., *Il sistema bancario italiano negli anni novanta*, Il Mulino, 2004.
- Forestieri G., *La ristrutturazione del sistema finanziario italiano: dimensioni aziendali, diversificazione produttiva e modelli organizzati-*

- vi, in “Banca Imprese Società”, 2000.
- Harman T.H. – Prager R.A., *Multi market bank pricing: an empirical investigation of deposit interest rates*, “Journal of Economic and Business”, 2006.
- Messori M. – Tamborini R., *Assetti bancari, efficienza operativa ed efficienza economica*, in AA.VV., *Il sistema bancario Italiano*, Carocci, 2003.
- Mottura P., *Banche. Strategie, organizzazione e concentrazioni*. Egea. 2007.
- Panzone L., *Profili di criticità di una finanza per le imprese*, Libreria dell’Università Editrice. 2010.
- Panzone L., *L’obiettivo del valore nelle banche commerciali*, in rivista “IL Risparmio”, 2/2011.
- Panzone L., *Diversificazione, rischio e valore nella banca*, in rivista “IL Risparmio”, 3/2011.
- Panzone L.–Filippello C., *Imprese e mercati finanziari. Aspetti di economia, controllo e criticità del rapporto*, Libreria dell’Università Editrice, Pescara 2011.
- Porter M.E., *Competitive strategy. Techniques for analyzing industries and competitors*, The Free Press, New York, 1998a.
- Porter M.E., *Competitive advantage. Creating and sustaining superior performance*, The Free Press, New York, 1998b.
- Resti A. – Sironi A., *Risk management and shareholder value in banking. From risk measurement models to capital allocation policies*, Wiley, Chichester, 2007.
- Saita F., *Value at risk and bank capital management*, Elsevier, Amsterdam.
- Schwizer P., *Concentrazioni e ristrutturazioni bancarie: benefici ricercati e risultati ottenuti. Le “colpe” dei manager*, Ricerca Newfin, Milano, 2007.

**WHAT IS RIGHT AROUND THE CORNER
FOR EUROPEAN SAVING BANKS?**

*QUALE RUOLO DELLE CASSE DI RISPARMIO EUROPEE NELL'ATTUALE
CRISI ECONOMICA E FINANZIARIA?*

Giovanni Manghetti

Chairman Cassa di Risparmio di Volterra SpA

Presidente Cassa di Risparmio di Volterra SpA

L'autore analizza tutti gli elementi distintivi delle Casse di Risparmio. In questo periodo di crisi economica e di turbolenze finanziarie, a suo parere, il rispetto del loro tradizionale comportamento bancario può costituire un essenziale punto di riferimento anche per recuperare la perdita di fiducia della gente nei sistemi finanziari. L'articolo esamina la connessione tra depositi e impieghi, tra depositi e totale attivo, la distribuzione dei prestiti e la loro prospettiva non speculativa. Conclude che il legame con le famiglie e le imprese ancora prevale sul ricorso alle risorse del mercato finanziario. Così, a suo parere, i requisiti previsti da Basilea III saranno meglio rispettati grazie al legame delle Casse di Risparmio con il territorio.

PAROLE CHIAVE: CRISI ECONOMICA E FINANZIARIA • CASSE DI RISPARMIO • DEPOSITI • IMPIEGHI • BASILEA III.

The author analyses all the features which are at the basis of Savings Banks (SBs) activity. In this period- a time of economic crisis and financial turmoil-the respect of their traditional behavior can be an essential reference provided the general lack of trust in financial systems.

The article examines: the connection between deposits and loans, between deposits and total assets, the allocation of loans and their long term perspective. He concludes that the financial link with families and enterprises still overcomes financial market resources. So, according to his view, Basel III requirements will be better complied thanks to their proximity in the local territory.

KEYWORDS: ECONOMIC AND FINANCIAL CRISIS • SAVINGS BANKS • DEPOSITS • LOANS • BASEL III

Introduction

This article is focussed on the political debate on ESBs. It should not be presumed to be a scientific contribution to the subject in point; however it sufficiently supports the academic considerations and claims

made on the topic by current data.

The chosen title reflects, in a nutshell, the essence of the debate taken place in Marrakech (10-11 may 2012) at the World Saving Banks Congress. In my view a significant contribution was made by Mr Joaquin Almunia, EU Commissioner, whose intervention was influenced by the specific situation of the Spanish SBs.

It has been and continues to be the impending general economic crisis which demands difficult questions to be answered. One of which is the question posed by this article– at the heart of the debate– which relatively speaking is rather moderate in its enquiry; actually, a more brutal question underlying is: Could saving and retail bank be over? Over? Does the crisis establish that this model is already out of the market? Does it really? As it could be in Spain. More, pragmatically however, is the question, does making new regulatory reforms undermine their role? I would say, after having analysed the so called “fundamentals” of ESBs activity, that firstly, it is necessary to present structural features of this activity; then secondly, I will examine the impact of the new requirements on capital and liquidity.

Saving Banks (Sbs) Structural Features

1. The Role of Deposits in financing loans is still significant.

Current data show that non-bank deposits finance more than 90% of non – banks loans (Table 1). This percentage is the average of different situations compared, but most of SBs operating in the larger European countries present a well balanced ratio, specifically referring to Italy, Germany, Poland, France, Turkey, etc...

There has been in recent years a steady erosion of importance of deposits role in SBs (Table 3) – comparing this ratio with that of the whole banking system, we can see this percentage is less than 45% (Table 4) – but in spite of crisis the ratio (Loans/Deposits) is still comfortably well balanced in most of the larger countries.

With regards to the total assets, deposits finance is around 70% of investments (Table 2).

What kind of considerations can be made in the light of this current data? We could conclude that the role of capital market resources in

most of the larger countries is not significant enough to finance the traditional banking activity—lending money to enterprises. It also means that customer retention of the families depositing their savings with the local bank, is still working well. Despite the crisis and in spite of the higher rates of interest paid by States on their public bonds. In other words, most of European SBs are not tied to capital markets to sustain their existence, in particular, not for lending to enterprises. With regards to the total assets, the role of capital market resources is more significant, but it remains— I mean as an average – at an acceptable and not a distorted level. By and large, we see the same situation of the previous ratio with regards to loans: most of SBs of larger European countries reflect the average (with some exception regarding France and Turkey).

So what? Well, there is market consideration with regards to this feature. There is an inverse correlation between credit default swap prices and the level of deposits: the more deposits, the lower the cost (Table 4). Therefore, this feature shows that it is not only SBs on the market, but they are also better evaluated by the market.

2. The second feature regards the allocation of loans. SBs loans are directed at small – medium sized enterprises (SME). We could debate whether the risk of default is higher or lower than that of bigger enterprises (which, in some cases are simple too big to fail!). So, the conclusion varies with reference to each country, sector and economic area. In any case, no default of one SME, or five for that matter, or even ten and over, could possibly put at risk the entire existence of the bank itself. We cannot presume as such for investment banks, can we?

3. The third feature is the long term perspective of SB banking. There is no short sighted approach, I mean, the approach which is at the basis of financial speculation. As SBs income and real economy are tied together, as confirmed by data on deposits and capital market resources.

Of course we already know that this long term perspective opens up a mismatch between deposit maturity and lending maturity (liquidity risk), but this liquidity risk is totally different from that of investment

banks; which is strictly governed by capital market fluctuations and contextual issues. In addition, it is managed in presence of customer retention of local families. To reiterate, here in our area we see the importance of more stable deposits in SB banking. Actually, very often more than a liquidity risk, there is an interest rate risk (being very concrete, due to the renewal of bank's bonds).

4. There is no restructured finance, like derivatives, in SB balance sheets or rather; there is no speculation on derivatives in SB banking activity. If or when they are used, is merely to cover the interest risk in banking activity.

I must add here that derivatives are tenfold the global product of the whole of humanity; so, there is simply not enough regulation of them: presently there is not a clearing house institution (exchanges are just between single counterparties); there is not enough transparency, but rather shadow finance; there is no control on contracts. These three aspects mean there is a dramatic risk of domino effect, which could spread out from the *Four Big Sisters* (the four biggest American banks which control more than 90% of market) to the rest of the world.

So this is the vital question:

Is the SBs system a possible victim or a direct cause of this domino effect? My reply would be what is around the corner for investment banks?

5. A social presence in the territory. Our support in cultural benefits, health benefits and social needs of the families and enterprises in the territory has been well-consolidated throughout our history and it continues to be of utmost importance. This means that an underlying ethos in this model, is not merely the capital gain of this venture, but rather a consistent invaluable closeness with people, who we do not simply consider 'clients'.

6. The role and practice of ethics in SBs activity. Do SBs have those scandalous million dollar fees or any of those unrealistic stock options of the likes we see in commercial and investments banks? Is the quarterly report a Bible in SBs? Do commercial and investments banks give the same support and care to its local territory? Do they

have SBs transparency? During this crisis, it has been obvious to all, the importance of such an ethical approach and common good in SBs banking service, as there has been no need to insist on such fees and deal with the common refusal to understand these exorbitant costs.

These are SBs structural features which, in my view, make it clear how their presence is very much valued during this financial crisis. If these core values are not respected, SBs future will be at risk. We just have to take a look at some of the recent examples of SBs in crisis and we can easily see their mistakes. Too many real estate loans! So, we could say the SBs model is a guarantee, not a risk.

Impact of Basel III Requirements on SBs

The impact of capital and liquidity new requirements on ESBs will now be examined. Presently, the so called Basel III requirements could have an important impact on SBs future (Table 5 and Table 6). Current Capital Tier 1 in ESBs is close to 5%, well over 4.5% (it is the new requirement). Again, this is only an average, but it is sufficiently comfortable for most of ESBs which are over this average (Table 7). As we can see at 6% level the photo of their capital is less comfortable but there are still three years in which to comply (Table 8).

With regards to the quality of capital it will be established that the nucleus core of this new capital will have to derive from common shares and retained dividends, without any hybrid confusion between debt and capital. At the moment I have no data to conclude if this new condition is already respected, however the history of SBs capital gives sufficient room for comfort for many of the European banks. Those SBs which will need to reinforce quality and quantity of their capital should be facilitated by proximity in their local territory and so should more easily distribute their shares among people and their customers. In my view, Basel III new requirements for liquidity ratio will cause increasing plight for some SBs in certain countries (Table 6).

The new ratio – LCR or liquidity covered ratio – compares liquid assets and outflows over a 30 day stressed period. As I said before, SBs operate despite the mismatch between deposit maturities and lending maturity in trying to balance it by having many sovereign bonds

among their assets, the question is, are these liquid? They are, thanks to European Commission. As they are zero weighted with regards to their risk. We could say this has been a great response to rating agencies power. So what does this mean? Well, in the so called countries at risk there remain some negative consequences, such as the downgrade of sovereign bonds which automatically drags down main public, as well as private, sectors.

New inclusions among liquid assets could be necessary. Why not consistently broaden the concept of liquid assets? I mean, why not consider public bonds and some bank credit among liquid assets? And also for DTA (Deferred Tax Assets), we could zero weight them, couldn't we? Changing their current weight proposal of 100%. Presently, sovereign bonds and State credits have the same nature.

Some of our European economies are in recession. How could SBs contribute in supporting growth? Must they squeeze credit like in other banks? Will they tackle the option: reinforcing capital or credit squeeze?

Economists say new requirements are pro-cyclical. What has been reported on by Mr Adam Farkas, Executive Director of EBA, in Marakech is utterly correct in my opinion. That these new requirements, such as more capital; new quality of capital; new liquidity ratio; a leverage ratio to keep more stable any bank and above all to avoid a domino effect have been introduced in the middle of a recession. So if they are destined to last, or even if in place just for this temporal coincidence, we would especially need to examine whether the counter-cyclical current is sufficient. There is the risk to consider, for example, the counter-cyclical buffer margin of the new regulatory minimum.

With regards to internal ratings and standard ratings, in my view, there is room to improve them. Internal ratings are more favourable and we could conclude that discretion left to internal managers implies an automatic counter-cyclical management during their balance sheet policy. But internal ratings are and will be, adopted only by big banks. Small banks do not use internal ratings, due to expensive procedures, organization, professional personnel required. Therefore, SME loans will continue to be weighted inside RWA (Risk weighted Assets) by

a fixed risk number : 75%. Consequently, there is a major pro-cyclical impact on small banks and on the larger part of economy influenced by SME. Why not introduce some flexibility, some counter-cyclical corrections in this weighting? It would be helpful for the economy to decrease this weight during a recession period. At the same time, a new dynamic provision could be introduced during a bubble period to preserve capital against future losses, being at future disposal during a recession (taken from the exemplary Biblical scenario Genesis 41:56 of the historic provisions in Egypt)

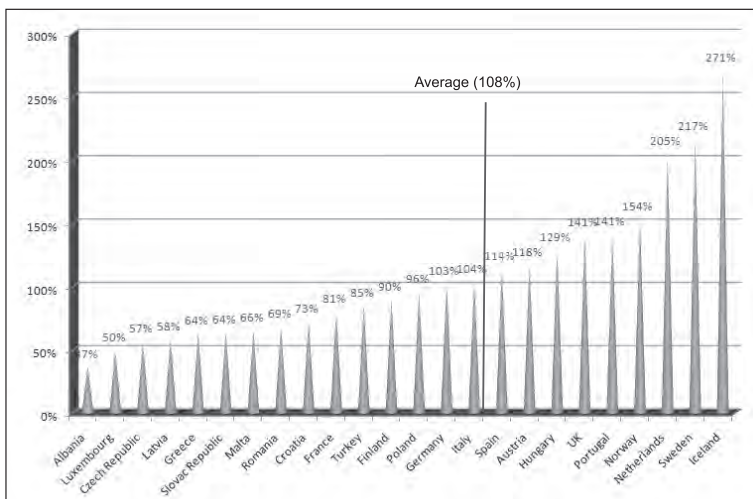
Conclusions

SBs are a core element for a more stable and solid banking system. Therefore, their contribution is essential to SME in the market.

They continue to maintain their specialisation in the territory with regards to the role of deposits, but also in regards to their balance with traditional loans to SME. Their proximity in the local territory is indispensable. They are not involved in restructured finance and above all in the open positions in derivatives. They are more than capable in respecting regulatory reforms, and by registering some of these reforms as dramatically pro-cyclical, draw attention of international Authorities to the fact that these reforms should be considered thoroughly and, perhaps, if necessary modified according to their pro-cyclical impact.

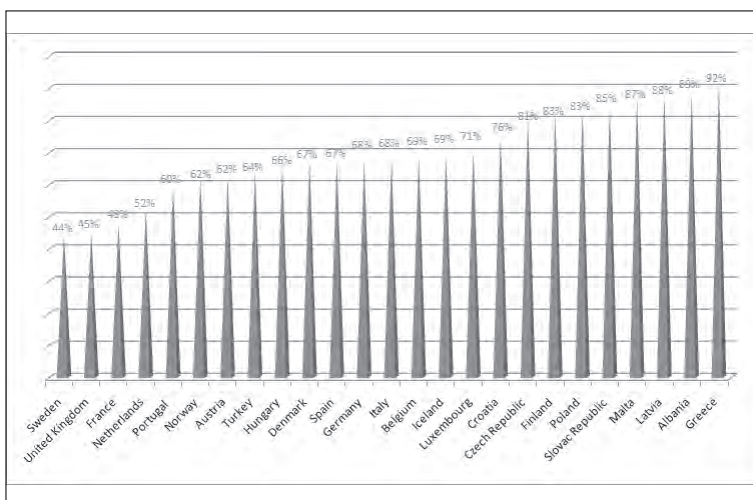
At international level, in my opinion, more time is naturally dedicated to the finding solutions of the problems caused by investments banks. This attention is totally justified by their responsibility for the current financial crisis and is vital in considering the hidden time-bomb of derivatives. Less time, however, is dedicated to considering how the SBs could become a stronger counter-cyclical defence during recession or as a possible cure to the present economic infection and its contagion.

Table 1. Non-bank Loans / Non-bank Deposits in ESBG (2010*)



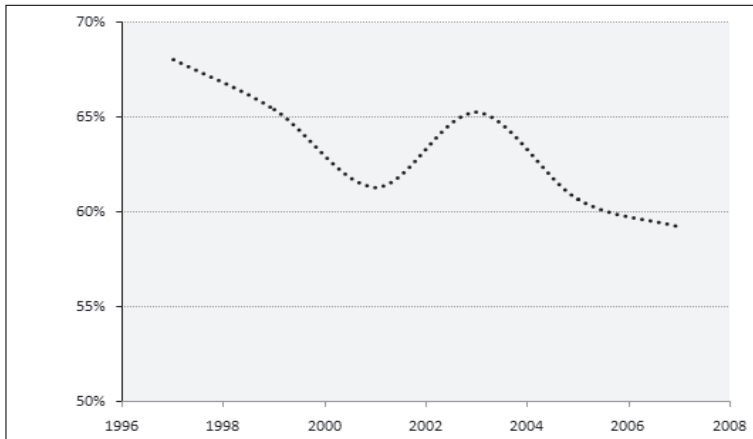
(*) Source: ESBG Member Statistics

Table 2. Deposits as a percentage of total assets of ESBG members 2010 (*)



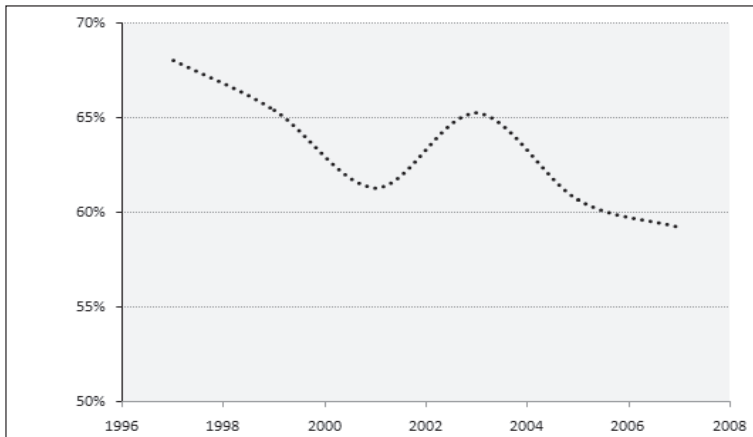
(*) Source: ESBG Member Statistics

Table 3. Non-bank deposits as a percentage of total assets of ESBG members 1997-2007 (*)



(*) Source: ESBG -Retail Banking in Europe -The Way Forward

Table 4. Non-bank deposits as a percentage of total assets in the EU, 1997-2007 (*)



(*) Source: ESBG -Retail Banking in Europe -The Way Forward

Table 5.

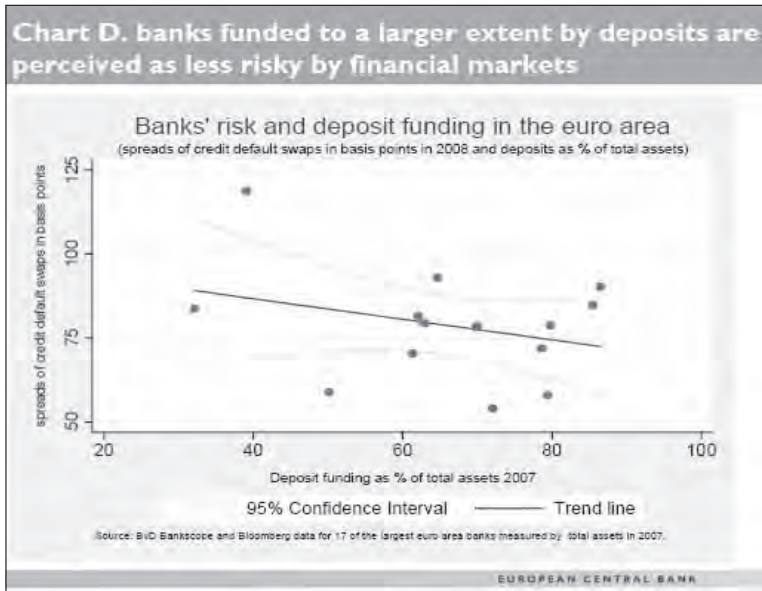


Table 6. Basel III Capital Requirements

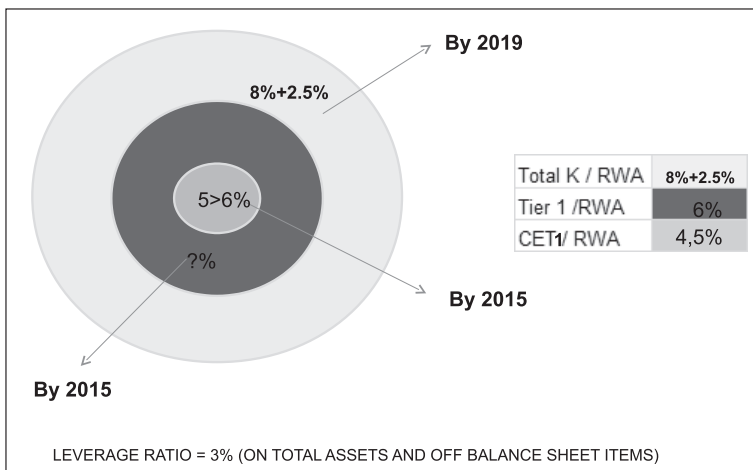
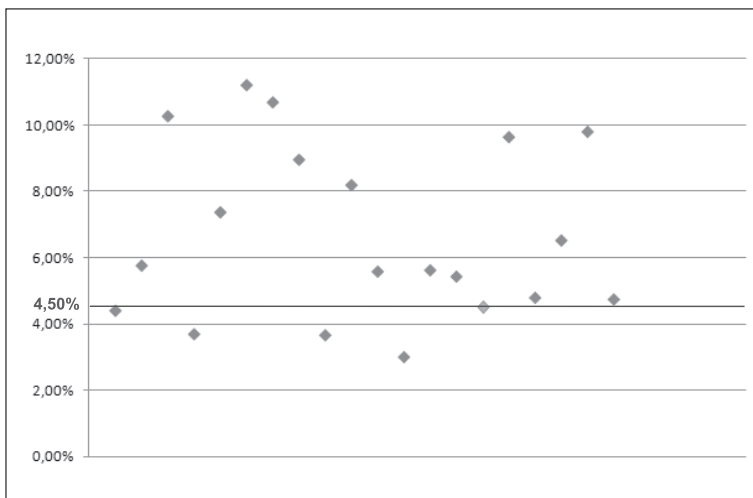


Table 7. Basel III Liquidity Requirements

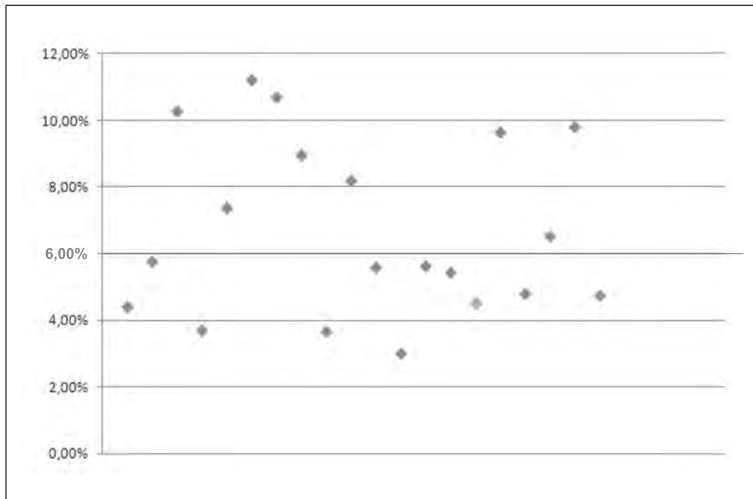
$\text{LCR} = \frac{\text{Liquid Assets}}{\text{Outflows over a 30 day stressed period}} \geq 100\%$ (By 2015)	
- Net stable Funding Ratio (By 2018)	

Table 8. Up to date Core Tier 1 in ESBG



(*) Source: ESBG Member Statistics

Table 9. Up to date Core Tier 1 in ESBG



(*) Source: ESBG Member Statistics

SCHEDE BIBLIOGRAFICHE
BOOK REVIEWS

a cura di
Elisabetta Boccia

Maurizio Carrara, *Microcredito. Dimensioni e prospettive del prestito sociale e imprenditoriale in Italia*, Donzelli Editore, Roma, 2012.

L'introduzione al volume di Maurizio Carrara ci aiuta a capire l'importanza del microcredito per la crescita del Paese. Dunque, come ci spiega Carrara, il microcredito è comunemente identificato come uno strumento utile per innestare politiche autoctone di sviluppo nel Terzo mondo o in aree degradate di alcune metropoli del mondo industrializzato. In generale, però, nei paesi di vecchia industrializzazione come l'Italia, almeno nella percezione, stante l'attenzione riservata dai media, è invece visto come fenomeno molto marginale, oggetto ancora di sperimentazioni necessarie per affinarne le procedure e valutarne gli effetti.

Un dibattito qualitativamente importante si è sviluppato, anche nel nostro paese, nel 2010 in occasione dell'anno europeo del microcredito, evidenziando quello che è stato fatto in termini sia di definizione legislativa, sia di attivazione di organismi abilitati a erogare il microcredito, sia di risultati raggiunti. È, tuttavia, comune convinzione che si possa e si debba fare di più. A quanto pare, secondo Maurizio Carrara, il microcredito potrebbe diventare un qualificato strumento di contrasto della povertà in cui viene a trovarsi un crescente e socialmente sempre meno tollerabile numero di persone, come evidenziano, ad esempio, gli allarmanti rapporti della Caritas.

Il microcredito, tuttavia, nella nostra società, non può e non deve essere pensato solo come strumento per strappare le persone dalla povertà; forse e ancor di più deve essere pensato come strumento utile per impedire di precipitare nell'indigenza. Ovvero come uno strumento utile di prevenzione più che di cura. I dati sulla disoccupazione giovanile, non più endemicamente presente solo nel nostro Mezzogiorno, sull'occupazione femminile che si colloca in Europa ai livelli più bassi, sulla presenza di milioni di immigrati e di centinaia di migliaia di potenziali nuovi cittadini italiani rimandano inevitabilmente all'individuazione di strumenti, tra cui il microcredito, che, affermando le capacità individuali e la responsabilità personale, favoriscano la crescita di una forte coesione sociale e, al contempo, lo sviluppo di spazi di libertà e di emancipazione. Il microcredito, insomma, come mezzo per inco-

raggiare la crescita del lavoro autonomo e la formazione e lo sviluppo di microimprese, in molti casi in congiunzione con gli sforzi volti a promuovere il passaggio dalla disoccupazione al lavoro autonomo.

Alla luce di quest'ultima considerazione, va detto che la crisi economica ha fatto emergere prepotentemente anche in Italia l'importanza del microcredito, strumento che negli ultimi anni si è affermato come mezzo efficace e diffuso per contrastare le conseguenze di questa fase delicata. Ciò è avvenuto sia attraverso lo sviluppo delle micro-imprese e del lavoro autonomo, sia attraverso le politiche di welfare, con l'inclusione finanziaria e sociale dei cosiddetti "non bancabili". La varietà degli interventi sul territorio, insieme al crescente numero dei soggetti che operano nel settore, testimonia la validità del microcredito e, insieme, la necessità di comprendere a fondo i meccanismi che ne sono alla base. E lo studio, condotto da C. Borgomeo & co. su iniziativa dell'Ente nazionale per il microcredito, si rivela fondamentale per comprendere la realtà di un fenomeno più che mai attuale, oltre a costituire l'unico lavoro di raccolta dei dati e di analisi del mercato del microcredito nel nostro paese: nato dalla mappatura di tutte le iniziative esistenti, si propone di informare e orientare i soggetti pubblici e privati che operano in questo campo. Ne risulta un quadro unico ed esaustivo del mercato italiano in cui, grazie all'analisi dei risultati delle varie iniziative, emergono le caratteristiche dei programmi più riusciti, che si pongono come modelli virtuosi da seguire. La crescita esponenziale del microcredito negli ultimi anni dimostra che questo strumento è in grado di svolgere un ruolo importante per incrementare l'inclusione finanziaria e sociale. Il microcredito è un mercato in continua evoluzione: l'attenta lettura condotta alla luce della nuova regolamentazione consente di valutare l'impatto del microcredito 'sociale' o 'imprenditoriale' sul nostro paese, anticipando possibili scenari di sviluppo futuro.

(Ida Ferraro)

Ennio De Simone, *Moneta e banche attraverso i secoli*, Franco Angeli, Milano 2011.

“Vi sono almeno tre teorie sull’origine della banca. La prima sostiene che la banca sia sorta nell’antica Mesopotamia, la seconda ritiene che sia una creazione della Grecia classica e una terza la vuole opera dei ‘banchieri’ italiani del Medioevo. Ne consegue che la data di nascita della banca varierà fra il secondo millennio a. C., se si accetta l’origine babilonese (o ancora prima se si risale ai Sumeri), e il secolo XII della nostra era, se si accoglie l’origine italiana”. Così scrive Ennio De Simone nel volume *Monete e banche attraverso i secoli*.

Questo libro è il rifacimento del volume *Storia della banca dalle origini ai nostri giorni*, apparso verso la metà degli anni Ottanta, che ormai necessitava di un aggiornamento e di una revisione. Il testo che qui si presenta, pur conservando l’impianto di quello precedente, è molto diverso, tanto che l’autore ha preferito dargli un nuovo titolo. Questa seconda edizione è stata rivista e aggiornata per tenere conto della recente evoluzione dei sistemi monetari e bancari, in particolare in seguito al processo di globalizzazione dei mercati finanziari.

Il volume, scritto in forma chiara e scorrevole, costituisce una esauriente sintesi della storia monetaria e bancaria. Esso spazia dal mondo antico - al quale sono dedicati pochi cenni iniziali - all’età medievale e moderna - quando furono introdotti quasi tutti gli strumenti dell’attività creditizia - per concentrarsi sul ruolo e sull’evoluzione dei sistemi monetari e bancari dalla prima rivoluzione industriale all’inizio del secolo XXI. Vengono esaminati i problemi connessi con la difficile gestione della moneta metallica e con la sua lenta evoluzione verso la moneta cartacea, oltre che con il susseguirsi dei sistemi monetari, da quello bimetallico alle diverse varianti del *gold standard*, fino al crollo del sistema introdotto a Bretton Woods e all’introduzione dell’euro. L’attività bancaria è studiata attraverso l’evoluzione delle diverse categorie di banche, dalle più antiche alle più recenti, nonché attraverso l’esame della nascita e delle trasformazioni dei sistemi bancari dei diversi paesi, compreso quello italiano, al quale è dedicata una trattazione più approfondita.

Fino agli anni Settanta, il sistema bancario italiano era sostanzialmente un sistema protetto, in cui le banche, essendo divise per categorie

e per competenza, non si dovevano preoccupare troppo della concorrenza. Esse fondavano la loro attività sull'intermediazione creditizia, vale a dire sulla raccolta dei depositi delle famiglie e delle imprese e sui prestiti agli operatori economici. Ma la situazione cominciò ben presto a mutare per diverse ragioni.

Partendo dal mondo antico, il volume giunge all'analisi dell'evoluzione dei sistemi monetari e bancari all'inizio del XXI secolo. In particolare, in età moderna e contemporanea le *crisi finanziarie* sono diventate più complesse, per il rilievo che la banca e la finanza hanno gradualmente assunto nell'economia e nella società.

Queste crisi, di cui abbiamo visto diversi esempi nel corso della storia, si possono manifestare separatamente oppure congiuntamente, nel senso che la crisi di un tipo può provocare o favorire lo sviluppo di una crisi di altro tipo. Per esempio, la crisi di un debito sovrano può essere seguita da una crisi valutaria, quando il paese insolvente è costretto a svalutare la propria moneta, o anche da una crisi bancaria, se molte banche (nazionali ed estere) hanno investito nei suoi titoli. Parimenti, una crisi borsistica può produrre una crisi bancaria, se le banche hanno effettuato grossi investimenti in titoli. Senza considerare che, a volte, una crisi finanziaria si intreccia con una crisi della cosiddetta 'economia reale' (produzione di beni e servizi, commercio, occupazione, ecc.), provocando effetti devastanti per i legami che si vengono a determinare fra i due eventi. Le stessa terminologia relativa alle crisi si è andata precisando e oggi (secondo i tecnici) si parla di *recessione* (anche detta, con un ossimoro, 'crescita negativa') quando il Pil di un paese diminuisce per almeno sei mesi consecutivi; si definisce *depressione* una recessione prolungata nel tempo e si chiama *stagnazione* un lungo periodo di crescita molto debole, ma non necessariamente negativa.

(Ida Ferraro)