



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI
DI PALERMO

Annali della Facoltà
di Economia

AREA **ECONOMICO-FINANZIARIA**

2007
ANNO LXI





Università degli Studi di Palermo

Annali della Facoltà di Economia

AREA **ECONOMICO-FINANZIARIA**

2007
ANNO LXI

PROPRIETÀ LETTERARIA RISERVATA

Gli articoli riflettono esclusivamente le opinioni dei rispettivi Autori

PRESIDE DELLA FACOLTÀ
Prof. CARLO DOMINICI

DIRETTORE SCIENTIFICO
Prof. VINCENZO LO JACONO

DIRETTORE RESPONSABILE
Prof. GIUSEPPE INGRASSIA

COMITATO SCIENTIFICO
Proff. V. DARDANONI - V. FAZIO
S. LA FRANCESCA - A. LI DONNI
F. MAZZOLA - A. PURPURA

ANNALI DELLA FACOLTÀ DI ECONOMIA - UNIVERSITÀ DI PALERMO

RIVISTA SCIENTIFICA

Aderente al Centro Italiano ISSN e all'Agenzia ISBN
ISSN 1827-8388

Iscrizione al Tribunale di Palermo
27 luglio 2005

EDITORE

Facoltà di Economia - Biblioteca Centrale

DIREZIONE E REDAZIONE

Facoltà di Economia
Viale delle Scienze, Ed. 13
90128 Palermo
E-mail: ingra@unipa.it

INDICE

FRANCESCO ANTONIO ANSELMI - <i>Banca locale e relazione banca-impresa come policy per lo sviluppo economico del Mezzogiorno</i>	»	9
ANDREA CIRÀ - <i>Induced travel and land use models</i> ..	»	37
GIUSEPPE FRISELLA - <i>Il valore informativo dei mercati finanziari</i>	»	47
SALVATORE LA FRANCESCA - <i>L'Opera di Cosimo Gioia imprenditore agricolo (1881-1968)</i>	»	97
ANNA LI DONNI - <i>Il contributo di Giuseppe Ricca Salerno alla Fondazione della Scienza delle Finanze</i> .	»	103
ROSALIA EPIFANIO - <i>Possibilities of growth of a candidate to European Union the case of Romania</i>	»	115

FRANCESCO ANTONIO ANSELMI (*)

BANCA LOCALE E RELAZIONE BANCA-IMPRESA COME POLICY PER LO SVILUPPO ECONOMICO DEL MEZZOGIORNO

Abstract: Local-bank and relationship banking as policy for the development of South of Italy.

The theme of this paper is divided in two parts. Firstly, will be considered the role of the local (regional) bank in the context of the modern theory of financial intermediation, based on asymmetric information. In the market of credit local banks are less exposed to problems of asymmetric information, since they banks have constant business relations with their borrowers which allow a better appraisal of the risk degree of their customers.

Moreover, local banks have an important role, since they are connected with the region, so that they are integrated well within the local community one all point of views. In synthesis we would stress how the localism exalts the function of the bank in its relationships with the growing enterprises which grow up or they are willing to grow. The local bank is included in this context, in a system of financial flow, forming the interface of the global banking.

In the second part, will be examined the growing presence of the Northern banks (often big banks) in Southern Italy, owing to the crisis of the banking system in this territory, during the 1990's. The feature of the Northern banks was also to realize the development of the south territory, but the results, after ten years, show the relative inefficiency of the new banker system in the Mezzogiorno owing to: a) informational problems; b) less informed outside banks have to resort to rationing practices in various forms; c) innovative firms (those that carry high risk and high yield) are left out from external finance, in the context of *arm's length banking*.

The complexity of the credit reality in the South of Italy, let us maintain that the development in the Mezzogiorno is realized through the role of local bankers, in the meaning of "main bank" or "house bank", having the role of local agent of the development, or institution having a strong interrelationship with the economy of the territory considered with its specificity.

(*) Dipartimento di Scienze Economiche, Aziendali e Finanziarie - Facoltà di Economia di Palermo.

1. Introduzione

Il processo di liberalizzazione degli sportelli bancari avviato agli inizi degli anni '90 e la crisi del sistema bancario meridionale hanno determinato l'ingresso di banche esterne nelle varie regioni del Mezzogiorno e un processo di acquisizione di banche piccole (locali) da parte di banche del Centro Nord, che hanno acquistato il controllo di quote significative di istituti di credito del Mezzogiorno.

L'ingresso nel Meridione di imprese bancarie del Centro-Nord, aveva anche l'intento di realizzare un forte coinvolgimento del sistema bancario nei sistemi produttivi regionali di questa area, mediante una riduzione dei costi e una forte diminuzione del differenziale dei tassi di interesse tra il Sud e il Nord d'Italia, tuttavia ben poco è stato realizzato di quanto sperato, infatti nel corso degli anni si è constatato spesso una riluttanza delle banche esterne di incidere sui nodi strutturali, a svolgere un ruolo innovativo e di rilancio dell'area, a causa in parte delle accentuate asimmetrie informative, che penalizzano il mercato del credito del Mezzogiorno.

È stata, inoltre, constatata la non soddisfacente capacità di selezione del credito delle banche esterne, infatti le sofferenze delle banche di provenienza esterna sono state mediamente ben poco al di sotto di quelle delle banche con sede nel Mezzogiorno.

Una serie di elementi fanno concludere che la loro capacità di selezione non si è mostrata migliore di quella delle banche (locali) similari con sede nell'area meridionale.

Le conseguenze sono state, fra le altre, un forte razionamento del credito per le imprese del Mezzogiorno e una riduzione molto contenuta del differenziale dei tassi di interesse tra Mezzogiorno e resto del Paese.

Pertanto è forte il dubbio che sia sufficiente stimolare il mercato, per conseguire risultati di equilibrio soddisfacente.

A fronte di questi eventi, le esigenze da salvaguardare sono fondamentalmente due: 1) offrire maggiori opportunità al patrimonio di risparmio meridionale di finanziare lo sviluppo locale, 2) fare in modo che l'impiego di tale risparmio abbia una reale efficacia nel promuovere lo sviluppo nel Mezzogiorno e così usufruire di ritorni capaci di alimentare con continuità il finanziamento del sistema.

Per il successo di questa ipotesi, in questo lavoro si considera necessario e urgente una ripresa di protagonismo da parte delle banche

meridionali cosiddette locali non nel senso giuridico e statistico, ma nel senso che abbiano una forte relazione di interdipendenza con l'economia dell'area di riferimento. Si tratta di un Istituto di credito che, senza dare particolare valore alla dimensione, sappia giocare un ruolo a livello di area di insediamento, ponendo un legame preferenziale e non un rapporto prigioniero della banca o dell'impresa. Si tratta di promuovere un modello di relationship banking (R. B.) che, anche se in passato è stato scarsamente seguito in particolare dalle banche meridionali, è stato in tempi recenti fruttuosamente seguito dalle banche del Nord-Est d'Italia. Questa operazione dovrebbe proporre relazioni nuove di mercato, come hanno mostrato Bhattacharya e Takor (1993) e altri (Arnoud W. A. Boot, 2000). Occorrono dei comportamenti appropriati da parte delle banche che da parte delle imprese.

L'obiettivo è quello di rilanciare le imprese con effetti volano per il sistema produttivo e di porre su basi nuove i rapporti creditizi, che dovrebbero consistere nell'intensificare i rapporti di clientela, per aumentare le informazioni, riducendo i costi e i rischi e quindi i tassi e il razionamento del credito alle imprese.

Le due linee di intervento costituiscono aspetti tra loro complementari e fondamentali per promuovere nelle relazioni di clientela che riducono il rischio, il razionamento del credito e le asimmetrie informative tra aziende industrie sane e banche efficacemente orientate allo sviluppo del territorio, che si presenta in sistemi locali differenziati in termini economici e sociali e dove le banche svolgono un ruolo di agente locale di sviluppo, assieme ad altri agenti.

Il miglioramento delle condizioni di offerta di credito si basa su una riduzione dei costi di intermediazione finanziaria che si può realizzare attraverso la presenza della banca locale in grado di ridurre le simmetrie informative e di produrre informazioni attendibili e tempestive, riducendo i problemi informativi e i costi relativi alla valutazione delle attività rischiose.

Il principale punto di forza della banca locale è nella migliore capacità interpretativa degli effettivi bisogni della clientela dell'area di riferimento

Nell'ambito della letteratura economica vi è un orientamento per il quale le banche popolari e cooperative soddisfano il requisito di banche locali (anche se inserite in reti più ampie).

Lo studio si divide in due parti. Nella prima è evidenziato il valore della banca locale e regionale nell'ambito della moderna teoria de-

gli intermediari finanziari nel mercato del credito con asimmetrie informative e del rapporto banca-impresa (relationship banking). Nella seconda parte, dopo avere esaminato le debolezze dell'offerta di credito con l'ingresso nell'area del Mezzogiorno di banche esterne, si propongono delle idee per realizzare in tale area, un mercato efficiente del credito, attraverso la presenza sul territorio delle cosiddette banche locali, caratterizzate da un forte radicamento con una sana relationship banking, che possa contribuire a stimolare uno sviluppo produttivo territoriale centrato sulla crescita autopropulsiva.

2. Il valore della banca locale

La teoria economica della banca [(Fama, 1985; Onado, 1992; Lusignani, 1996)], motiva la ragion d'essere degli intermediari creditizi nella loro capacità di fornire credito, in particolare a quelle realtà produttive che, o per limiti dimensionali, o sprovviste di una reputazione immediatamente spendibile nel mercato o portatrici di progetti imprenditoriali innovativi, non potrebbero ricevere finanziamenti diretti dal mercato a condizioni più vantaggiose rispetto a quelle ottenute dagli intermediari creditizi.

Tra gli altri Stiglitz-Weiss (1988) e Messori (1998) hanno sottolineato come la banca, con la sua attività di selezione e di finanziamento dei clienti rischiosi e di sorveglianza della loro attività, adempia alla peculiare funzione di diffondere informazioni credibili nel sistema economico e di gestirne, così la "contabilità sociale.

Questo è il ruolo caratteristico della banca locale, che non può prescindere da una conoscenza diretta del territorio, che è essenziale e irrinunciabile per un'attenta opera di selezione e monitoraggio di imprese di dimensioni medie e piccole ma con grandi potenzialità di crescita in condizioni di asimmetrie informative.

La banca locale e regionale è quella che mostra di poggiare le sue funzioni su peculiari vantaggi informativi derivanti dalla localizzazione in ambienti socio-economici efficienti e delimitati, che consentono di disporre di un'accurata conoscenza del rischio sistemico dell'area. Inoltre, essa dispone di svariati canali informali e come tali meno costosi per l'acquisizione di informazioni sul rischio specifico. Infine, meccanismi di responsabilità solidale e di contenimento del rischio sistemico del proprio territorio spingono operatori locali a preoccuparsi

della solvibilità del debitore della banca con forme di controllo incrociato, note nella letteratura come “peer monitoring” (Stiglitz, 1990).

Spezzare questo legame tra banca ed economia regionale significa far diventare il credito bancario soltanto la “ruota di scorta” delle tesorerie delle grandi imprese in grado di procurarsi autonomamente i mezzi finanziari sul mercato. È quindi interesse delle banche adoperarsi per coniugare crescita delle banche e radicamento territoriale, per realizzare le economie di scala implicite in un aumento della massa intermedia, senza rinunciare ai vantaggi competitivi propri di un forte legame con un territorio.

La domanda di credito bancario è in particolare domanda di banca locale, e le banche italiane sono consapevoli che le loro strategie di crescita ed integrazione non potranno non considerare in futuro, il valore del localismo nell’attività bancaria.

Mediante le attività di valutazione, supervisione e monitoraggio associate alle operazioni tradizionali di finanziamento dell’impresa (condizioni economiche e finanziarie) e l’uso di altri strumenti (project financing) le banche locali potranno risolvere dei conflitti che nascono dalle asimmetrie informative e dai comportamenti opportunistici dei prenditori di fondi per costruire legami di fedeltà e lealtà con la clientela più innovativa.

Inoltre, le banche locali percepiscono le radici del vantaggio competitivo nell’ambito del problema del razionamento del credito e dei rischi di insolvenza da parte dei loro clienti, operando in una situazione di maggiore informazione rispetto alle concorrenti più grandi e con una clientela con cui intrattengono rapporti stretti e di lungo periodo (Anselmi, 2002).

In un contesto di grandi cambiamenti, le banche locali possono potenziare la loro capacità di essere competitive e di rappresentare un grande fattore di crescita, se accanto alle economie legate alla reputazione, alla formazione, alla comunicazione e ad altri fattori di successo, inseriscono elementi di innovazione sia sul versante dell’offerta e della domanda di credito che sul versante dell’innovazione finanziaria.

Un tessuto socio-economico e una banca locale efficienti creano dei vantaggi competitivi in termini di riduzione di costi di agenzia (derivanti da asimmetrie informative ex-ante), di costi di sorveglianza (monitoring), e costi di verifica (derivanti da asimmetrie di informazione ex-post).

In particolare la banca locale offre delle opportunità particolarmente rilevanti se non si limita ad offrire prodotti come in un supermercato, ma assiste il cliente con un'attività personale di assistenza e consulenza. Ed è in questa visione che va considerato ed innovato il ruolo della banca come operatore di sviluppo economico (1).

Un sistema finanziario locale si deve comportare come banca nel senso schumpeteriano.

Per Schumpeter le banche esercitano tre funzioni:

- a) istituiscono e controllano un sistema di contabilità sociale;
- b) controllano una delle variabili critiche per l'innovazione;
- c) selezionano gli imprenditori di successo.

Con riferimento all'apparato produttivo italiano caratterizzato da un peso considerevole di piccole e medie imprese, si può rilevare lo spazio notevole oggi occupato dalle banche locali. Esso non è stato eroso che in misura poco significativa dall'unificazione dei mercati finanziari e si pensa che si possa consolidare nel tempo, sulla base della tesi sostenuta da Ferri, Masciandaro e Messori "(1999)", rappresentata dai seguenti punti:

- a) L'information technology difficilmente potrà scalfire i vantaggi legati al radicamento territoriale del sistema bancario italiano che fonda la propria competitività sulla piccola e media impresa;
- b) La capacità della banca locale di agire da banca di riferimento per le piccole e medie imprese nell'ambito di distretti e di disporre di adeguati servizi finanziari;
- c) In conseguenza del punto b) le banche locali debbono essere in grado: di effettuare una selezione efficiente dei propri clienti; di effettuare una gamma dei servizi offerti sia mediante la produzione interna sia mediante l'acquisizione di prodotti adeguati presso le banche di maggiori dimensioni;
- d) La realizzazione del punto c) richiede forme di aggregazione o di alleanze che rafforzino la struttura organizzativa e possano sfruttare economie di scala e di scopo.

(1) Nel settore finanziario la contrapposizione tra globale e locale suggerisce che per una articolazione tra i soggetti di successo è necessario che numerose istituzioni finanziarie specializzate, tra cui molte radicate a particolari territori, operino accanto ai pochi global players. La prospettiva di sviluppo di una rete di istituzioni finanziarie locali supera positivamente il concetto di banca locale come solo baluardo della gestione del credito riferita ad un determinato territorio.

In altri termini il radicamento col territorio deve misurarsi con competenze e conoscenze che esprimono un valore positivo, ma non deve ostacolare l'innovazione del prodotto e/o del processo altrimenti verrebbe danneggiata la vitalità della banca locale.

La formula di successo della banca locale è nel suo maggior grado di informazione sulla clientela e sui progetti di investimento nel mercato cui afferisce, offrendo servizi paragonabili a quelli delle maggiori banche sul piano della professionalità e dell'efficienza tecnica. A queste caratteristiche positive della località, occorre aggiungere lo sviluppo di prodotti personalizzati. Tuttavia nella prospettiva di una maggiore contendibilità dei mercati e dell'innovazione finanziaria e tecnologica sempre più rapida, occorre aggiungere la realizzazione di collaborazioni e sinergie con banche di maggiori dimensioni.

Nell'ambito del nesso tra post-fordismo e località viene riconosciuto il ruolo della banca con forte caratterizzazione locale (territoriale) nel contribuire in modo originale allo sviluppo del territorio di riferimento.

In una realtà come quella italiana caratterizzata da un sistema di piccole e medie imprese non si può trascurare l'impatto territorialmente diversificato del sistema bancario. Occorre anche considerare i caratteri strategici che la banca può svolgere nel prossimo futuro nelle aree depresse del nostro paese ormai prive dell'intervento straordinario.

Le principali opportunità di una banca locale per raggiungere importanti vantaggi competitivi si possono ottenere da un'adeguata valorizzazione del rapporto con gli operatori locali con modalità volte a trarre il massimo benessere dal mercato. Queste opportunità coincidono con la funzione di "contabilità sociale" che Schumpeter attribuiva al sistema bancario (Anselmi, 2002).

Infatti, Schumpeter ritiene l'esercizio del credito la funzione primaria delle banche; l'esercizio del credito inteso come strumento cruciale nella gestione del sistema dei pagamenti e nella tenuta di una contabilità sociale.

Il risparmio per Schumpeter è solo la predisposizione di risorse per investimenti futuri, invece il credito creato dalle banche è lo strumento per realizzare tale predisposizione.

Il ruolo che Schumpeter assegna al sistema bancario trova nella teoria dell'informazione asimmetrica un recente supporto teorico (Stiglitz e Weiss 1981).

Individuata l'area territoriale dei competenza in cui il rapporto banca locale e contesto determinano il vantaggio competitivo, occorre costantemente diversificare i prodotti, in modo da acquisire segmenti di mercato rispondendo a nuove esigenze.

Per cogliere tali opportunità, quattro sono le azioni fondamentali:

- adottare un modello di produzione flessibile, avvalendosi di una struttura organizzativa flessibile in relazione alle esigenze;
- proiettare le proprie energie al di là del mercato di nicchia superando così i limiti legati ad una concezione ristretta di “località “della propria attività;
- avviare un processo di messa a fuoco delle attività rappresentative (core business) delle attività strategiche di competitività;
- dotarsi di un nucleo “core workers”.

Il principale fattore per competere contemporaneamente sulle diverse dimensioni della performance aziendale (qualità efficienza, varietà di prodotti e servizi) richiede formule organizzative in grado di:

- riconoscere la centralità della formazione delle capacità, mediante la valorizzazione dei processi di apprendimento organizzativo;
- dotarsi di strutture snelle e flessibili da sviluppare attorno al nucleo centrale;
- prestare attenzione al prodotto finale (diversificato) piuttosto che alle strutture formali.

Un'economia incentrata sulla piccola e media impresa, caratterizzata da asimmetrie informative, attribuisce importanza alla banca locale per lo sviluppo di se stessa. Un recente studio “(Albareto, Trapane, 1999)” dedicato alla politica monetaria degli anni '50, mette in luce come D. Menichella, governatore della Banca d'Italia, faceva affidamento sull'espansione delle banche locali per aumentare il credito in tutte le aree del paese, piuttosto che ampliare la rete periferica delle banche maggiori. Tale atteggiamento era innanzitutto dettato dalla convinzione di una maggiore efficienza allocativa delle banche locali dovuta ad una migliore conoscenza dell'imprenditoria.

In particolare per Menichella i capitali dovevano essere forniti da istituzioni piccole, periferiche che vivevano accanto ad ogni piccolo proprietario, in considerazione del fatto che chi sta lontano non riesca ad apprezzare la natura e la serietà del bisogno.

Inoltre, Menichella riteneva che le banche locali, a ragione della loro continuità, sapessero tutelare meglio i risparmi: “Voi giocate ogni giorno il vostro nome, il vostro onore la vostra reputazione, la fama del-

le vostre famiglie nelle località dove voi svolgete il compito gravoso di raccogliere il risparmio”.

Vi è dunque nelle parole di Menichella l'intuizione che il vantaggio delle banche locali deve fondarsi sul binomio informazione-reputazione; è quel binomio che in tempi recenti è stato teorizzato e formalizzato dalla letteratura sulle asimmetrie informative (2).

3. **Asimmetria informativa nel mercato del credito**

Il settore creditizio, come è noto, è caratterizzato da un elevato grado di asimmetria informativa, derivante da una informazione non è equamente distribuita tra le parti.

Nel mercato del credito l'asimmetria informativa deriva dal fatto che i potenziali clienti delle unità in surplus dispongono di maggiori informazioni sulle possibilità di successo dei propri progetti rispetto alle informazioni di cui dispongono le unità in surplus.

Negli studi sulla finanza d'impresa di piccole e media dimensione si è constatato che le risorse messe a disposizione dalla proprietà e dall'autofinanziamento sono insufficienti a finanziare lo sviluppo dell'impresa.

Dal lato della domanda si è osservato che uno dei maggiori ostacoli allo sviluppo dello strumento azionario presso le piccole e medie imprese (PMI) sia connesso alla distribuzione ed alla gestione delle informazioni tra i partecipanti al finanziamento dell'impresa ed all'incompletezza dei mercati.

I problemi informativi riguardano il progetto da finanziare e susseguentemente il controllo dell'azione del soggetto finanziato.

I problemi concernenti la selezione riguardano le difficoltà che i soggetti esterni all'impresa incontrano nel valutare le prospettive di redditività del progetto e le possibilità che si manifestino fenomeni di selezione avversa nella trasmissione delle informazioni tra i vari soggetti (asimmetria informativa ex-ante). L'altro problema riguarda il controllo del comportamento dell'imprenditore, la valutazione dei proventi del progetto (moral hazard o asimmetrie informative ex-post) e il rispetto degli impegni contrattuali assunti. I problemi sopra individuati, trova-

(2) La scelta delle autorità monetarie negli anni '50 (guidate da Donato Menichella) di operare a favore di un sistema bancario locale era dettata da una finalità di minore instabilità complessiva del sistema bancario compatibilmente con un buon grado di efficienza allocativa.

no nel caso delle PMI, soluzioni migliori se si ricorre all'indebitamento segnatamente bancario.

Le banche riducono i costi di transazione e in presenza di asimmetrie informative, i problemi della selezione dei progetti da finanziare e della verifica dei risultati possono essere meglio risolti dalle banche. Inoltre, le banche si trovano in una posizione favorevole nell'attività di controllo, rispetto agli altri intermediari finanziari, in quanto sono in grado di estrarre informazioni dal loro ruolo che svolgono nel sistema dei pagamenti (3).

Occorre tuttavia evidenziare che nel mercato creditizio, essendo un ambiente caratterizzato da un elevato grado di asimmetria informativa, vi possa essere un certo grado di selezione avversa (*adverse selection*) da parte della banca, per il quale i beni di scarsa qualità tendono ad attuare uno spiazzamento (*crowding out*) nei confronti di beni di alta qualità.

Il comportamento strategico della clientela bancaria conduce alla scelta tra diversi tipi di razionamento:

- una politica che si fonda sul principio della curva dell'efficienza marginale del capitale, secondo il quale la disponibilità a pagare tassi di interesse maggiori corrisponde a progetti con grado di rischio maggiore;
- la disponibilità a pagare tassi di interesse più elevati corrisponde ad una più alta aspettativa di insolvenza in condizioni di una migliore informazione dei clienti rispetto alla banca.

La specificità delle banche locali rispetto a quelle regionali nella soluzione dei problemi che sorgono nel rapporto banche-PMI viene intesa come rapporto di forte interdipendenza tra la banca da un lato e l'economia dell'area di insediamento dall'altro.

Sia nell'approccio delle asimmetrie informative, che in quello del controllo, la banca è interlocutore privilegiato dell'impresa. Più in generale si rileva che, quanto più un sistema economico è caratterizzato da problemi informativi, tanto più le banche dominano la funzione degli intermediari finanziari e a maggior ragione dei singoli risparmiatori. (Diamond, 1991).

L'approccio delle asimmetrie informative sottolinea l'importanza di colmare i divari informativi tra datore e prenditore di fondi. A tal proposito la banca locale può contare su un patrimonio di conoscenza

(3) Un ruolo importante la banca lo svolge fornendo credito a breve termine anche per finanziare esigenze dell'impresa di medio termine, in attesa del perfezionamento di un contratto di mutuo di medio termine.

dell'ambiente locale maggiore di quello disponibile per la grande banca e pertanto è più adatta ad affrontare i problemi che sorgono dalle asimmetrie informative.

Le ragioni a sostegno di questa affermazione sono diverse. In primo luogo, la banca locale si presenta ben radicata nel territorio e vanta una conoscenza stratificatasi nel tempo sia nell'ambito economico che dei soggetti che vi operano. In questa realtà i rapporti di clientela mettono a disposizione della banca locale una mole di informazioni di cui le altre banche difficilmente possono disporre.

In diversi casi è più rilevante il curriculum dell'imprenditore che quello dell'impresa e in tal senso la banca locale si trova in una posizione di vantaggio, disponendo di una conoscenza più approfondita della capacità imprenditoriale dei singoli. L'intensità dei rapporti di clientela e la mole di informazioni disponibile risulta notevole per le banche locali e ciò può rappresentare il principale punto di forza. Inoltre la migliore conoscenza della clientela si riflette in una maggiore speditezza degli atti di affidamento.

Diversi studiosi hanno sottolineato, tuttavia, che la relazione di lungo periodo che nascono nei mercati locali in risposta alle asimmetrie informative possono creare dei poteri di controllo della banca di potere erogare credito a condizioni più onerose per la clientela (4).

Ciò che conta ai nostri fini è il coinvolgimento di una banca con l'ambiente locale, che è ovviamente più diretto e radicato nella regione in cui essa ha la sede legale. Ciò che interessa verificare nella ricerca è se la rendita di posizione della banca locale è funzionale ad una allocazione efficiente del credito e delle risorse alla luce dei cambiamenti in atto.

Le banche locali, come è noto, si caratterizzano per una marcata interdipendenza con la comunità sociale ed economica dell'area in cui agiscono.

4. Integrazione finanziaria e allocazione del credito nel Mezzogiorno

Le drammatiche turbolenze, nella prima metà degli anni '90 nel mercato bancario meridionale, hanno determinato per le banche locali

(4) Faini, Galli e Giannini (1992) hanno mostrato empiricamente come tale comportamento si è realizzato da parte della banca che nel Mezzogiorno ha applicato tassi di interesse più elevati che altrove.

delle progressive integrazioni in gruppi aziendali esterni, sia grandi che di non grandi dimensioni, con la preoccupazione di garantire un certo equilibrio tra i “nuovi entranti”, con la convinzione di rappresentare la terapia più idonea per sostenere il sistema produttivo locale.

Una parte della letteratura (Ferri, Messori, 1998) riteneva che la riorganizzazione del sistema creditizio Meridionale, con la sostanziale liquidazione del sistema creditizio locale, consentisse di sviluppare un modello di relazioni tra banche e imprese più sano e virtuoso di quello del passato.

Tale tesi era discutibile sotto vari aspetti (Demattè, 1998, Gianola, 1999). Nel rapporto banca-impresa, la letteratura accreditata riconosceva che, nei processi della concentrazione nel mercato del credito, si accentuasse la consolidata propensione al rapporto legato alle garanzie. Alcune significative ricerche rilevavano come i processi di acquisizione e fusioni indebolivano i modelli di relazioni banca-impresa (Petersen, Rajan, 1994, 1995; Berger, Udell, 1995). Dall’analisi dei processi di concentrazione emerge che essi tendono a penalizzare le realtà periferiche dotate di sistemi finanziari arretrati. Infatti, tali processi contribuiscono ad aumentare i problemi informativi di valutazione del rischio, essendo i nuovi intermediari meno integrati nella realtà socio-economica locale, con i criteri decisionali delle banche lontani dalle imprese, che necessitano di credito di ridotta misura. Essendo difficile l’applicazione di procedimenti standardizzati per la valutazione del rischio, tali operazioni non generano economie di scala. Ne consegue che vengono penalizzate le piccole imprese delle regioni periferiche, sia in termini di disponibilità che di costo del credito.

A seguito dei processi di concentrazione del credito, la banca locale ha perso la capacità operativa, nella misura in cui i centri decisionali si sono spostati dalla periferia al centro, intaccando il patrimonio informativo, che rappresenta l’elemento fondamentale del rapporto con la clientela minore.

Il processo di riorganizzazione ha condotto ad un assetto del sistema creditizio più stabile e improntato ad una maggiore efficienza operativa, ma ha determinato uno svuotamento delle aziende di credito nel Mezzogiorno (P. Busetta, S. Sacco, 1999).

Non è nuovo in letteratura il dibattito importante della relazione banca-impresa che gioca per lo sviluppo delle piccole e medie imprese, specialmente in realtà, dove, come nel Mezzogiorno, esse rappresentano la parte molto consistente della clientela potenziale.

Alcune significative indagini sembrano convalidare anche per l'Italia meridionale (Sapienza, 2002), il processo di indebolimento del rapporto tra banca esterna e impresa locale. In particolare, Sapienza rilevava come il processo di consolidamento del sistema creditizio nazionale procedeva in parallelo ad uno svuotamento delle aziende di credito nel Mezzogiorno, che pesava sulle piccole e medie imprese operanti nella regione.

Riguardo alla situazione del credito nel Mezzogiorno a seguito del processo di consolidamento realizzatosi nel corso degli anni '90, si osserva il persistere di problematiche condizioni operative. I processi di acquisizione delle banche del Meridione da parte delle maggiori banche del Centro-Nord, hanno sviluppato una politica di raccolta molto più aggressiva e dinamica della politica degli impieghi e si segnala anche una riluttanza (in un'ottica di relazioni di clientela debole) delle banche esterne a svolgere un ruolo innovativo e di rilancio del settore.

È dunque insufficiente stimolare e agire secondo tendenze naturali del mercato, per raggiungere un equilibrio soddisfacente.

Inoltre, anche la capacità di selezione del credito delle banche esterne non è soddisfacente. La capacità di screening delle aziende di credito Centro-Settentrionali operanti nel Mezzogiorno (di dimensione maggiore degli istituti di credito meridionale) non si è dimostrata migliore di quella delle aziende bancarie locali similari, come si è potuto osservare in diversi studi empirici.

Vale la pena mettere a fuoco alcuni aspetti del persistere di problematiche condizioni operative del credito, considerando alcuni indicatori classici (rapporto impieghi/depositi, sofferenze/impieghi, differenziali sui tassi di interesse, rapporto impieghi/PIL, ecc.) che tratteremo nel paragrafo successivo.

5. Il mercato del credito nel Mezzogiorno: struttura dell'offerta

In generale i fattori di debolezza del mercato del credito meridionale confermati nel corso degli anni '90 riguardano:

- il valore molto contenuto al Sud del rapporto impieghi/depositi;
- l'elevato rapporto delle sofferenze sugli impieghi rileva la difficoltà a trovare una domanda di credito qualitativamente adeguata e legittima la riluttanza delle banche esterne ad operare con determinazione su un terreno difficile;

– il divario relativo dei tassi attivi, particolarmente severo nei confronti delle imprese che sono impegnate in attività produttive.

L'evoluzione negli anni '90 del rapporto impieghi/depositi nel Mezzogiorno è illustrata nella tabella 1.

Nell'analisi tradizionale del rapporto impieghi/depositi, si rileva che il divario di livello del Mezzogiorno rispetto a quello del Centro-Nord è di 14 punti nel 1990, di 17 punti nel 1994, e si attesta a 57 punti nel 2002.

Il valore costantemente più contenuto del rapporto nel Mezzogiorno rileva che una quota consistente dei depositi è impiegata a reddito in forme (titoli, interbancario, ecc.) diverse da quelle canoniche della concessione di crediti all'economia. Occorre preliminarmente precisare che il passaggio del rapporto (che avviene tra il 1994 e il 1995 nel Centro-Nord e solo nel 1997 nel Mezzogiorno) da valori nettamente inferiori al 100% a valori significativamente superiori al 100% non è dovuto ad un'esplosione degli impieghi (come testimonia nel Mezzogiorno la flessione degli impieghi sul prodotto lordo, tabella 1), ma deriva dall'effetto di due fenomeni. Il primo, è connesso al fatto che, dal 1995, non esiste più la distinzione tra aziende di credito a breve e a medio e lungo termine, e le attività sono state aggregate in un'unica voce. Inoltre, le banche, a lungo termine, attuano una provvista mediante titoli. È chiaro che ciò influisce sensibilmente sul rapporto impieghi/depositi. L'altro motivo, è prettamente economico, infatti, è legato al fatto che il pubblico si è allontanato dal tradizionale deposito come attività finanziaria. Inoltre, le banche alimentano la provvista in misura più consistente con l'emissione di obbligazioni. Il rapporto impieghi/depositi non include le obbligazioni, ma solo la raccolta costituita dai depositi.

Osservando il rapporto impieghi rispetto al prodotto interno lordo per aree regionali (tabella 1), si rileva un divario estremamente consistente. A fronte di un rapporto che nel 1995 è del 83% e del 58% rispettivamente al Centro-Nord e nel Mezzogiorno, nel 1998 è al Centro-Nord dell'83,18% contro un 56,91% del Mezzogiorno. Nel 2000 il divario si accentua in misura macroscopica, 89% al Centro Nord e 46% nel Mezzogiorno e così nel 2001, rispettivamente 91,87% e 45,45%.

Considerare il rapporto «lordo», comprensivo cioè delle sofferenze, modifica di poco i valori assoluti (come si può osservare nella tabella 2) e soprattutto non incide sulla dinamica fortemente negativa dell'evoluzione del fenomeno nel Mezzogiorno rispetto al Centro-Nord. A fronte di un rapporto che nel 1995 è del 77% e del 48% rispettiva-

Tab. 1 - Rapporti impieghi/depositi (lordi e netti) e impieghi e depositi rispetto al prodotto interno lordo nel Mezzogiorno e nel Centro-Nord

	$\left(\frac{I+S}{D}\right)_M$ (1)	$\left(\frac{I+S}{D}\right)_{CN}$ (2)	(1) (2)	$\frac{(I/D)_M}{(I/D)_{CN}}$ (3)	$\left(\frac{I+S}{PIL}\right)_M$ (3)	$\left(\frac{I+S}{PIL}\right)_{CN}$ (4)	(3) (4)	$\frac{(I/PIL)_M}{(I/PIL)_{CN}}$	$\left(\frac{D}{PIL}\right)_M$	$\left(\frac{D}{PIL}\right)_{CN}$
1990	67,31	81,09	0,83	0,80	32,37	48,00	0,67	0,62	48,10	59,20
1992	73,72	91,45	0,81	0,76	34,43	54,22	0,64	0,60	46,70	59,30
1994	72,87	90,35	0,81	0,73	35,00	54,03	0,65	0,59	48,00	59,80
1995	115,97	136,70	0,85	0,76	57,75	82,98	0,70	0,62	49,80	60,70
1996	114,98	135,89	0,85	0,73	57,72	92,81	0,62	0,63	50,20	68,30
1998	131,12	167,36	0,78	0,69	56,91	83,18	0,68	0,60	43,40	49,70
2000	108,06	167,02	0,65	0,58	44,95	89,19	0,50	0,52	41,60	53,40
2001	105,70	168,80	0,63	0,56	45,45	91,57	0,50	0,44	43,00	54,30
2002	106,43	163,66	0,65	0,58	—	—	—	—	—	—

Legenda:

Depositi = D

Sofferenze = S

Mezzogiorno = M

Impieghi = I

Prodotto Interno Lordo = PIL

Centro-Nord = CN

Fonte : Rapporto SVIMEZ anno 2003

mente nel Centro-Nord e nel Mezzogiorno, il Centro-Nord passa nel 1998 al 79,50% contro un 47,8% del Mezzogiorno; nel 2000 il divario si accentua in misura macroscopica (89,3% al Centro-Nord e 46,2% nel Mezzogiorno) e così nel 2001 (rispettivamente 88,8% e 39,1%) (tabella 2).

Considerando la quota degli impieghi per unità di prodotto come una sorta di coefficiente tecnico di produzione, ne deriva che nel Mezzogiorno il sistema produttivo utilizza la risorsa finanziaria in misura più bassa meno intensa che al Nord; il che contribuisce a determinare una più bassa produttività e, quindi, una minore competitività delle imprese meridionali.

Tab. 2 - Rapporto tra impieghi bancari e PIL (%)

Anni	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Mezzogiorno	48,0	46,7	46,6	47,8	48,1	46,2	39,1
Centro-Nord	77,0	74,2	76,4	79,5	84,1	89,3	88,8
Italia	70,0	67,5	69,2	71,1	75,4	74,4	75,9

Fonte: Padovani, Rassegna economica del Mezzogiorno

Una semplice considerazione della struttura degli impieghi fornisce spunti, che avvalorano l'ipotesi di forti vincoli alla disponibilità di credito per il Mezzogiorno. La quota dei prestiti a breve nel 2002 è il 34,5% degli impieghi (36,2% nel 2001) contro il 49,4% del Centro-Nord (52,5% nel 2001). Questo dato è una allarmante conferma della relativa carenza nel Mezzogiorno di finanziamenti finalizzati all'attività produttiva corrente.

È ben noto, come un rilevante «vincolo di liquidità» costituisca per le imprese un elemento che condiziona molto le decisioni relative agli investimenti, che si proiettano sul medio-lungo termine. Le imprese meridionali, per le loro caratteristiche di essere concentrate in settori tradizionali e a minore intensità tecnologica, di essere di dimensioni medie notevolmente più ridotte, rispetto a quelle del Centro-Nord, sono particolarmente sensibili e particolarmente dipendenti da un adeguato accesso al credito a breve per sostenere le proprie attività correnti (o capitale circolante).

Le difficoltà sul versante dell'offerta di credito trovano una indiretta conferma dall'asimmetria che emerge quando si passa a guardare il versante della raccolta, cioè i depositi bancari (tabella 1).

L'indice dei depositi come percentuale del PIL è nel 1990 al 59,2% nel Centro-Nord e al 48,1% nel Mezzogiorno. Nel 1998 si è al 49,7% dei Centro-Nord contro il 43,4% del Mezzogiorno. Nel 2000 tali valori sono rispettivamente del 53,4% e del 41,6% e, nel 2001, del 54,3% e del 43,0%. Ne consegue che la quota meridionale dei depositi sul totale nazionale è costantemente e notevolmente più alta di quella degli impieghi e non sembra risentire delle vicende del processo di concentrazione del sistema creditizio. Questa asimmetria conferma, sia la notevole parsimonia meridionale, sia il fatto che essa non trova adeguati sbocchi in loco, ma in aree o forme di attività che, per le aziende di credito (in particolare di quelle con una rete di sportelli extrameridionale), sono molto più redditizie e/o meno rischiose.

Una struttura della domanda con costi e rischi relativamente superiori ad altre aree spinge le aziende di credito a preferire in misura consistente aree extra regionali o l'offerta di credito sul mercato interbancario (è il caso delle aziende minori).

Quanto è stato detto è un forte vincolo all'espansione dell'offerta di credito. Ne consegue che il finanziamento allo sviluppo locale è fortemente condizionato dalla particolare rischiosità che l'espansione degli impieghi comporta, sia per le banche nazionali che abbiano oppor-

tunità esterne di impiego più competitive di quelle presenti in determinate regioni o per le banche locali da un'attività di interbancario molto meno rischiosa.

Con riguardo alle sofferenze, si constata che la consistenza è notoriamente molto rilevante nel Mezzogiorno.

L'aumento delle sofferenze/impieghi a partire dal 1992 è progressivo: nel 1996 esso supera il 24% e tende a stabilizzarsi al 20% nel successivo triennio 1997-1999, contro il 5% nel Centro-Nord e una media nazionale che si colloca al 7%. Successivamente al consolidamento del sistema creditizio nell'area con il dissolvimento di un sistema creditizio locale, realizzato negli anni '90, nel 2001 le sofferenze sugli impieghi sono nel Mezzogiorno nettamente più elevate rispetto al Centro-Nord: 13,9% contro il 3,2% (tabella 3).

Tab. 3 - Rapporto sofferenze/impieghi delle banche per aree geografiche

Anno	Mezzogiorno	Centro-Nord	Italia
1992	12,5	5,0	6,1
1993	15,9	6,9	8,2
1994	18,2	6,6	8,3
1995	22,7	7,2	9,3
1996	24,2	7,0	10,1
1997	21,8	6,6	9,4
1998	22,6	6,1	9,1
1999	20,3	5,0	7,3
2000	15,7	4,0	5,6
2001	13,9	3,2	7,2

Fonte: Padovani, Rassegna economica del Mezzogiorno

Le sofferenze, quindi, non sembrano eliminare le preoccupazioni sollevate dalla deludente dinamica del tradizionale rapporto impieghi/depositi.

Il peso delle sofferenze è un altro fattore che influenza la determinazione, dei differenziali nei tassi attivi. L'esigenza di far gravare con elevati tassi attivi di interesse sulla clientela sana, il costo crescente delle sofferenze non è una strategia vincente per l'azienda di credito, in quanto, penalizzando la struttura produttiva vitale, rischia di pregiudicare seriamente le prospettive di crescita ed accentua una struttu-

ra finanziaria e flussi di liquidità, che non consentono un contenimento del leverage (cioè del rapporto di debito con la banca).

Per quanto concerne i tassi attivi bancari si può osservare il permanere di un differenziale tra i tassi attivi praticati dal sistema degli intermediari nelle due aree, che scaturisce dalla bassa qualità del credito e dalla difficoltà di relazioni con il sistema produttivo. Il divario dei tassi a breve termine tra il Mezzogiorno e del Centro-Nord, nel 1999 era di 1,65 punti percentuali e nel 2001 era pari a 1,9 (tabella 4).

Tab. 4 - Tassi di interesse bancari attivi (valori percentuali)

Anno	Mezzogiorno	Centro-Nord	Italia	Differenza Mezzogiorno Centro-Nord
1992	19,23	17,59	17,85	1,64
1993	14,31	12,28	12,62	3,03
1994	13,89	11,46	11,81	2,43
1995	15,00	12,95	13,25	2,05
1996	13,61	11,26	11,56	2,35
1997	11,39	9,35	9,56	2,04
1998	9,16	7,19	7,40	1,97
1999	7,37	5,72	5,90	1,65
2000	8,50	6,50	6,70	2,00
2001	7,90	6,00	6,10	1,90

Fonte: Padovani, op. cit.

Procedendo nell'analisi riguardante i cambiamenti del sistema bancario meridionale negli ultimi quindici anni, a livello aggregato, Mattesini-Messori (2004) e Bongini-Ferri (2005) non evidenziano miglioramenti sensibili riguardo ai divari relativi tra Mezzogiorno e Centro-Nord in termini di tassi di interesse, di disponibilità di credito, di grado di utilizzo delle risorse raccolte, di indicatori di razionamento del credito. In particolare, Bongini-Ferri (2005), con riguardo al differenziale dei tassi di interesse praticati, non rilevano alcuna tendenza a ridursi (1,2 punti percentuali nel 2003, contro 1,25 nel 1988).

Infine, Alessandrini Croce e Zazzaro (2005) constatano che la "performance" delle banche nel Mezzogiorno affiliate a gruppi bancari del Centro-Nord, anche da più di tre anni, è nella maggior parte dei casi peggiore di quella delle banche indipendenti. In particolare, rilevano che a parità di dimensione, di potere di mercato, di grado di localismo, le banche affiliate erogano quote minori di risorse rispetto alle banche indipendenti e hanno sofferenze maggiori e una redditività inferiore.

6. Politiche di intervento per un mercato del credito efficiente nel Mezzogiorno

I limiti dell'attuale struttura del mercato creditizio meridionale evidenziano come, rispetto alla delega alle aziende esterne, è urgente favorire una ripresa di protagonismo da parte delle banche locali meridionali, anche inserite su un più vasto network (Pepe, 1999) (5) e rendere operativo un corretto rapporto banca-impresa. In tal senso, occorre considerare due aspetti strettamente correlati. Il primo riguarda il rapporto delle banche locali con le imprese sane e il secondo il rapporto con le imprese problematiche.

Rispetto al passato, da un lato occorre migliorare il rapporto banche-impresе, favorendo il recupero di adeguati equilibri finanziari da parte delle imprese sane e dall'altro attivare un processo di smobilizzo dei crediti problematici, mediante la promozione di un mercato delle sofferenze bancarie (tra gli altri Giannola 2000). Queste due azioni congiunte dovrebbero contribuire a una riallocazione delle risorse capace di realizzare livelli più elevati di attività e di investimenti del sistema d'impresa.

Nei confronti delle imprese sane una possibile linea di intervento dovrebbe concentrarsi su forme di ricapitalizzazione delle imprese, di consolidamento e di ristrutturazione del debito (rifi naziamento a tasso agevolato del debito) con una sua concentrazione in una o poche banche. Tali atti servono a realizzare un più idoneo equilibrio finanziario ed allentare i vincoli, che frenano la capacità di crescita. Inoltre, le banche dovrebbero intaccare il "livello delle sofferenze" che condiziona l'attività, riducendo la propensione agli impieghi e aumentando il costo del credito a parità di rischio.

Un rinnovato rapporto tra banche e imprese su basi nuove non solo migliora gli attivi bancari e riduce il fenomeno del multiaffidamento, favorendo il ruolo di "banca di riferimento", ma incentiva rapporti più intensi, che rendano possibili la condivisione e il monitoraggio di un piano industriale.

I vantaggi informativi che si generano riducono i costi e rischi e quindi il razionamento del credito.

(5) Nel 2000 la situazione era la seguente: gli sportelli indirettamente controllati da banche esterne nazionali complessivamente era di 3082 sportelli, che rappresentavano oltre il 48,6% del totale (6340).

La banca locale rappresenta un fattore strategico di promozione dello sviluppo delle piccole e medie imprese, sia come condizione di uno sviluppo economico e sociale equilibrato.

Per lo sviluppo del Mezzogiorno occorre che si realizzi un rapporto solidale e partecipativo delle forze banca locale-impresa. L'avvento dell'elettronica e dell'informatica danno un grosso contributo alla conoscenza e all'informazione, ma la comunicazione interpersonale fra banca, impresa e famiglia rimane un bene comune da salvaguardare (6).

Queste banche, anche se controllate da una proprietà esterna, tutelano un patrimonio rilevante di relazioni di clientela del Mezzogiorno, che abbinate ad iniezioni di efficienza da parte della nuova proprietà potrebbero contribuire allo sviluppo reale di un modello di relazioni banca-impresa.

Il problema fondamentale è di individuare un cambiamento su entrambi i fronti. Le imprese da parte loro devono realizzare un più idoneo equilibrio finanziario, che consenta di allentare i vincoli che comprimono sistematicamente le loro capacità di crescita. Si tratta di attivare processi di ricapitalizzazione delle imprese, ristrutturazioni del debito (riduzione del costo e dello stock di debito).

Dall'altro lato occorre porre in concreto su basi nuove i rapporti creditizi. Intensi rapporti di clientela promossi dalla esigenza di condividere la realizzazione del piano industriale dovrebbero generare una serie di benefici in termini di riduzioni di costi e di rischi e quindi di allentare il razionamento del credito alle imprese.

Il rapporto delle banche con le imprese sane, in passato, nel Mezzogiorno è stato purtroppo condizionato da quello con le imprese che presentavano problemi e ha assunto un rilievo del tutto particolare. Il fenomeno ha determinato un corto circuito tra le imprese sane, che costituiscono la parte migliore del mondo della produzione e il mercato del credito, pregiudicando non solo le prospettive di crescita delle imprese, ma anche i portafogli impieghi delle banche, con un aumento consistente delle sofferenze. L'aumento del "monte sofferenze" ha condizionato l'attività delle banche, indebolendo fortemente il loro sostegno all'economia.

(6) Alan Greenspan – governatore della Federal Reserve – ebbe a ricordare "Per quanto straordinari saranno gli avanzamenti della tecnologia, la natura umana non cambia e noi continueremo a preferire una faccia al di là della scrivania che non lo schermo di un computer" (dattiloscritto di Petersen e Rajan, 2000 pag. 9).

Le due linee di intervento sono aspetti tra loro complementari ed essenziali per incidere su entrambi i lati del mercato del credito.

I processi di convergenza dei tassi regionali e la disponibilità di credito, cosa rilevante, in linea con i valori del Centro-Nord-Est, passano da una riduzione del rischio e delle asimmetrie informative, che dovrebbe scaturire dallo sviluppo di relazioni di clientela intense tra banche e aziende sane efficacemente interessate allo sviluppo del territorio.

In tale contesto la banca locale deve essere dinamica ed efficiente, deve essere l'agente del cambiamento, capace di costruire il nesso mancante per consentire alle imprese sue clienti le forme di finanziamento più appropriate. L'orizzonte strategico dell'azienda bancaria deve essere coerente ad un approccio schumpeteriano che è orientato all'impresa e al territorio (rispetto a quello della quotazione di borsa della banca).

A fronte di questi eventi, le esigenze di salvaguardia sono fondamentalmente due: fare in modo che il notevole patrimonio di risparmio meridionale trovi le opportunità di finanziare lo sviluppo locale e in secondo luogo di godere di ritorni capaci di alimentare con continuità il finanziamento del sistema.

L'aspetto cruciale per il successo di questa ipotesi è un fruttuoso rapporto tra banche e imprese, ovvero un modello di relationship banking, che in passato, purtroppo, è stato scarsamente praticato dalla banche meridionali.

La relazione banca-impresa vuole sottendere dei rapporti tra banca e impresa fondati su relazioni tali che la banca affianchi tempestivamente l'impresa – direttamente e indirettamente – nelle sue esigenze, commisurando l'offerta dei più appropriati prodotti finanziari non alle garanzie, ma ad una valutazione puntuale e partecipata di breve, di medio e lungo periodo della clientela.

7. Importanza del rapporto banca-clientela e il contributo di Boot del 2000 (7)

Il rapporto banca-clientela (relationship banking) si inserisce nel contesto della moderna teoria dell'intermediazione finanziaria, che attri-

(7) BOOT ARNOUD W. A. (2000), Relationship Banking: What Do We Know?, *Journal of Financial Intermediation* 9, 7-25.

buisce una rilevanza notevole all'esistenza di informazione asimmetrica nel mercato del credito.

Bhattacharya e Thakor (1993) affermano che l'informazione (di proprietà riservata) asimmetrica (*asymmetric and proprietary information*) fornisce la ragione fondamentale dell'esistenza degli intermediari finanziari. L'accesso all'informazione è interamente legato alla relazione che la banca instaura con la clientela.

In generale la relazione banca-clientela deve essere considerata come la fornitura, la provvista (provvisoria) di servizi finanziari da un intermediario che:

- investe, ottenendo specifiche informazioni dal cliente, spesso notizie riservate;
- valuta la profittabilità degli investimenti attraverso una serie di interazioni con la stessa clientela nel tempo e/o attraverso i prodotti.

La definizione enfatizza la relazione banca-impresa, che implica informazioni di specifici prenditori di fondi disponibili soltanto all'intermediario e al cliente. Nel contesto dei prestiti, questa informazione è ottenuta quando la banca fornisce la protezione (*screening*) e/o il monitoraggio dei servizi (Diamond, 1984; Winton, 1995). Comunque, l'informazione può essere usata in una interazione multipla con lo stesso cliente, creando un'opportunità per beneficiare dell'informazione nel tempo.

In generale (Berger, 1999) tre sono le condizioni che devono essere rispettate quando è presente la "relationship banking":

- l'intermediario raccoglie l'informazione, che va oltre quella pubblicamente disponibile;
- l'informazione raccolta si consolida nel tempo attraverso una serie di interazioni con il prenditore di fondi, spesso, mediante la fornitura di una molteplicità di servizi finanziari;
- l'informazione rimane riservata (*proprietary*).

Occorre sottolineare che la "relationship banking" non riguarda soltanto il prestito di fondi, ma anche vari servizi finanziari (lettere di credito, depositi, servizi di gestione di cassa).

Lo scopo della "relationship" deve avere l'effetto di possedere una banca, che mostri un vantaggio comparativo nei prestiti, nel credito.

Migliorare il credito, nella visione di Boot, significa ridurre la rischiosità delle attività dalle prospettive dell'investitore. Il miglioramento della qualità di credito segnala al mercato che l'intermediario sa valutare il credito e la capacità di monitoring.

Il vantaggio competitivo delle banche scaturisce dalla loro proprietà di informazioni che i loro clienti vogliono che vengano preservate.

La relationship banking, sostiene Boot, consente una serie di vantaggi. In primo luogo può facilitare un'informazione Pareto-efficiente tra la banca e il prestatore di fondi. Con una relazione banca-impresa, un debitore potrebbe essere incline a rivelare più informazioni rispetto a una transazione orientata alla strategia e il prestatore di fondi potrebbe essere più incentivato ad investire in produzione di informazione. In secondo luogo l'altro beneficio è legato al fatto che la relationship-banking agevola parecchie speciali caratteristiche contrattuali, che possano migliorare il benessere per il debitore e per il prestatore di fondi, nel nostro caso la banca nei seguenti termini:

1) La relationship nei prestiti lascia spazio per flessibilità e discrezioni nei contratti che permettono di utilizzare delle sottili informazioni, facilitando contratti impliciti a lungo termine.

2) La relationship nei prestiti può includere accordi estensivi che permettono per un miglior controllo di potenziali conflitti di interesse;

3) La relationship dei prestiti può implicare degli atti collaterali che necessitano di essere monitorati (controllati durante l'esecuzione).

La relazione banca-impresa (relationship banking) è divenuta un'importante area di ricerca scientifica. La generale conclusione è che la relazione banca-impresa ha un distinto ruolo da giocare e può essere un valore che migliora l'attività di intermediazione

La letteratura bancaria considera nella stragrande maggioranza dei casi le piccole imprese e rileva come la durata della relazione tra banca e prestatore di fondi determina: 1) degli effetti positivi alla disponibilità di credito (Petersen and Rajan, 1994; Berger and Udell, 1995); 2) tassi di interessi e garanzie collaterali più bassi. I risultati sono rilevanti sulla base dell'idea che la relazione banca-impresa è un lubrificante, che migliora il valore dello scambio di informazioni; 3) termini contrattuali meno rigidi, contribuendo ad aumentare la disponibilità di credito alle imprese giovani (Petersen and Rajan, 1994, 1995). Tuttavia non mancano le eccezioni [nel contesto Europeo, Degryse and Van Cayseele (2000)], nel senso che i termini contrattuali si deteriorano in una durata lunga di relazioni con una sola banca.

Una soluzione al problema potrebbe essere quella che le imprese optino per una relazione con più banche.

8. Considerazioni conclusive

È ben noto che la risorsa finanziaria è un indispensabile ingrediente in qualsiasi economia e la natura del problema non è settoriale. Netti (1999) rileva come il dato “ambiente” costituito dal credito e dalla finanza rappresenti un vincolo ineludibile per lo sviluppo.

Il sistema creditizio svolge un ruolo importante nei processi di sviluppo locale, principalmente in un Paese come l'Italia, caratterizzato da un sistema finanziario orientato alle banche. Ciò è dovuto in larga misura ad una struttura produttiva composta in larga misura da un tessuto di imprese di piccola dimensione, che trova scarse probabilità di ricorso diretto ai mercati finanziari per il reperimento di capitali.

È sul mercato del credito e dei capitali caratterizzati da asimmetrie informative che si concentrano alcuni dei principali ostacoli, che pesano sull'economia meridionale.

In un processo di profondo cambiamento delle realtà locali e di sviluppo delle stesse, il ruolo delle banche locali (regionali) è di dare un contributo originale allo sviluppo del territorio di riferimento. La competizione si sta diffondendo sempre più, sta favorendo lo sviluppo di mercati “locali” e le banche locali potranno riuscire ad incrementare la propria forza, possedendo una conoscenza specifica dei mercati di riferimento e una capacità di interpretare e soddisfare i bisogni dei diversi segmenti di clientela.

Una banca locale ben organizzata, con un tessuto socio-economico efficiente, possiede dei vantaggi competitivi in termini di costi di agenzia nei confronti delle banche esterne. Le banche regionali e locali sono in grado di ridurre le asimmetrie di informazione ex-ante, dividendo i mutuatari in classi di rischio. I meno rischiosi possono stipulare contratti di debito a costi più bassi; essi hanno un incentivo ad assumere la banca regionale come banca di riferimento. Ne scaturisce una integrazione nella comunità che accelera la costruzione di una rete ricca di rapporti di clientela. Questa integrazione riduce i costi sostenuti per l'uso di meccanismi formali di controllo e di verifica che sono stati resi disponibili dalle istituzioni locali di mercato. Vi sono una serie di riscontri empirici che, nell'ambito di efficienti rapporti di clientela di lungo termine, sono caratterizzati da un più basso livello di oneri finanziari e di garanzie collaterali “(Berger, Udell, 1995)” e una riduzione del razionamento “(Petersen, Rajan 1994; Angelini, Di Salvo, Ferri, 1997)”.

Le considerazioni sopra esposte sono di supporto alla soluzione del problema creditizio nel Mezzogiorno.

Il processo di integrazione e di liberalizzazione delle banche nel Mezzogiorno, nell'ultimo decennio del ventesimo secolo, non sono stati sufficienti a raggiungere l'attesa convergenza nelle condizioni finanziarie con il resto del Paese. È andata delusa l'aspettativa che la destinazione degli impieghi potesse adattarsi all'economia locale.

Il principale ostacolo a realizzare la sintonia desiderata scaturisce dalla gestione della "banca a rete" cioè fortemente standardizzata, programmata da lontano e con scarsa attitudine a far crescere la clientela di piccola dimensione, con una più elevata asimmetria informativa, che caratterizza il mercato del credito nell'area rispetto alle altre aree del resto del Paese. Rischi relativamente superiori che in altre aree inducono le aziende di credito del Centro-Nord, in quest'area, a gestire gli impieghi con rigore e prudenza e a privilegiare la raccolta e ciò emerge proprio da un modello di "banca a rete".

La concentrazione ripropone un'accentuazione del vincolo di espansione dell'offerta di credito alla clientela locale.

Il finanziamento dello sviluppo locale del Mezzogiorno non è tanto condizionato da mancanza di risorse, quanto di principi di razionale strategia aziendale perseguita dalla banca globale.

In tale quadro il consolidamento del sistema creditizio non sembra adeguato a garantire al risparmio meridionale di avere maggiori opportunità di finanziare lo sviluppo locale. Ciò richiede la promozione di un modello di relazioni tra banca locale e impresa basato su rapporti tali che la banca affianchi l'impresa per accompagnarla in tutte le sue esigenze, sviluppando un patrimonio informativo, che consente di commisurare il credito ad una valutazione partecipata delle strategie di breve, medio e lungo termine della clientela.

In un sistema di microimprese con una debole struttura operativa e con problemi di trasparenza e qualità di gestione, l'azienda di credito, che opera in una strategia di consolidamento, è di fatto restia ad investire in rapporti con la clientela minore e in ambiti più difficili e/o meno noti.

In generale, la letteratura più accreditata tende ad associare a dinamiche di concentrazione un indebolimento delle relazioni di clientela, che caratterizzano le aree con una miriade di piccole imprese con deboli strutture operative e problematiche per la trasparenza e la qualità gestionale.

La complessità dei problemi che la realtà creditizia evidenzia nel Mezzogiorno richiede che le banche locali devono assumere un ruolo da protagoniste e di fruire con la relationship banking di opportune rendite che si possono rinvenire in questo tipo di relazioni ampiamente sviluppate da Boot nel suo contributo del 2000.

Inoltre, in una visione schumpeteriana, occorre riscoprire la funzione specifica che caratterizza geneticamente la banca come impresa avente il ruolo di promuovere lo sviluppo del territorio, individuando gli imprenditori più capaci e fornendo loro il potere di acquisto necessario per realizzare le innovazioni.

Il processo di convergenza dei tassi regionali è elemento importante e cosa molto rilevante è la disponibilità di credito (in linea con il Centro-Nord), che necessita di un contributo di riduzione del rischio e delle asimmetrie informative, che può provenire dallo sviluppo di relazioni di clientela tra imprese sane e banche fortemente interessate allo sviluppo del territorio.

In conclusione, le esigenze da salvaguardare sono fondamentalmente due. In primo luogo, far sì che il consistente patrimonio di risparmio meridionale trovi opportunità di finanziare lo sviluppo locale e in secondo luogo di godere di ritorni capaci di instaurare con continuità il finanziamento del sistema. Da questo punto di vista un aspetto fondamentale di successo è nella presenza nell'area di una banca di riferimento che accompagni l'impresa – direttamente e indirettamente – in tutte le sue esigenze, commisurando il credito principalmente sulla valutazione informata e partecipata delle strategie di breve, medio e lungo periodo della clientela.

BIBLIOGRAFIA

- ALESSANDRINI P., PAPI L., ZAZZARO A. (2003), *Banche, territorio e sviluppo*, Moneta e credito - Rivista trimestrale della BNL - Vol. LVI, n. 221, Marzo.
- ALESSANDRINI P., CROCE M., ZAZZARO A. (2005), *The Geography of Banking Power: The Role of Functional Distance*, BNL - Vol. 58, December, pp. 129-167.
- ANSELMI F. (1999) *Moneta credito e istituzioni finanziarie nello sviluppo economico*. Seconda edizione modificata ed ampliata, Edizioni Scientifiche Italiane (ESI), Napoli.
- ANSELMI F. (2002) *Prospettive della banca locale in Italia di fronte al fenomeno della globalizzazione dei mercati finanziari*. Collana dell' AISRE, (a cura di L. Malfi, D. Martellato), Il capitale nello sviluppo locale regionale, n. 34, Franco Angeli, Milano.
- BAE, KEE-HONG, JUN-KOO KANG, CHAN-W. L. (2002), *The Value of Durable Bank Relationships: Evidence from Korean Banking Shocks*, Journal of Financial Economics 64, 181-214.
- BERGER A., UDELL G. F. (1995), *Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance*, Journal of Business, Vol. 68, n. 3, July, pp. 351-382.
- BONGINI P., FERRI G. (2005), *Il sistema bancario meridionale*, Laterza, Roma-Bari.
- BOOT ARNOUD W. A. (2000), *Relationship Banking: What Do We Know?*, Journal of Financial Intermediation 9, 7-25
- BUSETTA P., SACCO S. (1999), *Modifiche strutturali e segmentazione del mercato creditizio meridionale*, Mezzogiorno tra stato e mercato, a cura di Giannola, Il Mulino, Bologna.
- DEMATTÈ C. (1998), *Relazioni banca-impresa ed efficienza allocativa nel Nord-est-centro e nel Mezzogiorno*, Le sofferenze bancaria in Italia, a cura di D. Masciandaro, A. La Porta, Banca Editrice, Roma.
- FERRI G., MASCIANDARO D., MESSORI M. (1999), *Governo societario ed efficienza delle banche locali di fronte all' unificazione dei mercati finanziari*, Società Italiana degli Economisti (SIE), XI Riunione Annuale, Ottobre, Ancona.
- GIANNOLA A. (1999) *Banche, imprese e la crisi del mercato del credito meridionale*, Rivista Economica del Mezzogiorno, anno XIII n. 3-4.
- GIANNOLA A. (2000), *Il ruolo delle banche ed i servizi finanziari per la competitività delle imprese meridionali*, Rassegna Economica, Quaderni di ricerca n. 3, aprile.
- LUCCHETTI R., PAPI L., ZAZZARO A. (1999), *Efficienza del sistema bancario e crescita nelle Regioni italiane*, Quaderni di ricerca, Università degli Studi di Ancona.

- MATTESINI F., MESSORI M. (2004), *L'evoluzione del sistema bancario meridionale: problemi aperti e possibili soluzioni*, Il Mulino, Bologna.
- Mediocredito Centrale, Osservatorio sulle piccole e medie imprese, a cura di (1999), *Indagine sulle imprese manifatturiere. Settimo rapporto sull'industria italiana e sulla politica industriale*, Mediocredito Centrale, Roma.
- NETTI N. (1999), *Gli effetti delle caratteristiche socio economiche italiane sull'efficienza economica di un campione di imprese manifatturiere*, Rivista economica del Mezzogiorno 3-4.
- PADOVANI R. (2002), *Credito e sviluppo economico nel Mezzogiorno*, Rassegna Economica del Mezzogiorno, Anno XVI, n. 3.
- PAGANO M. (1999), "Consolidation in banking industry: causes and consequences" in Rassegna Economica, n. 1, Gennaio-Giugno.
- PEPE F. (1999), "Il Rapporto banca-impresa nel Mezzogiorno: analisi e prospettive", in D'Amato A. Rosa G. (a cura di) *Nel Sud per competere*, Laterza, Bari.
- PETERSEN M., RAJAN R. G. (1995), *The Effect of Credit Market Competition on Firm-Creditor Relationships*, Quarterly Journal of Economics 110, 407-443.
- PETERSEN M. AND RAJAN R. (1994). *The benefits of lending relationships: Evidence from small business data*, J. Finance 49, 1367-1400.
- RAJAN, R. (1992) *Insiders and outsiders: The choice between relationship and arms length debt*, J. Finance 47, 1367-1400.
- RAJAN R. and WINTON A. (1995) *Covenants and collateral as incentives to monitor*, J. Finance 50, 1113-1146.
- SAPIENZA P. (2002), *The Effects of Banking Merger on Loans Contracts*, The Journal of Finance, vol. 57, pp. 329-367.
- SCALERA D., ZAZZARO A. (1999), *Reputazione di gruppo e discriminazione nel mercato del credito: un modello dinamico con apprendimento*, Mezzogiorno tra stato e mercato, a cura di A. Giannola, Il Mulino, Bologna.
- SEGHEZZA E. (1997), *Le ragioni finanziarie della crisi delle banche meridionali. Indicazioni per la politica di vigilanza*, Credito Popolare, n. 4.
- STIGLITZ J. E., WEISS A. (1988), *Bank as a social accountants screening devices for the allocation of credit*, NBER Working Paper, n. 2710.
- TROIANI M., PASQUINI C., RIGON A. e LANDI A. (1999), *I servizi finanziari alle piccole e medie imprese nell'esperienza delle banche europee*, Bancaria, 11; 64-79.

ANDREA CIRÀ

INDUCED TRAVEL AND LAND USE MODELS

Introduction

A considerable body of research on induced travel has emerged over the last several decades. This has brought renewed attention to the ability of regional land use and travel demand models to represent the effects of induced travel. The representation of induced travel in current models may have important implications with respect to compliance with the U.S. Clear Air Act Amendments (CAAA) and the U.S. National Environmental Policy Act (NEPA).

The CAAA mandate the conformity of state air quality plans and transportation plans to meet national ambient air quality standards. Non-attainment regions use travel demand models to demonstrate that aggregate emission levels in their transportation improvement plans are not greater than the motor vehicle emissions budget in the approved state implementation plans. If regional travel demand models do not account for the effect of induced travel, vehicle miles traveled (VMT) and emissions may be underestimated in transportation plans that include highway capacity expansions. If the requirements of the CAAA are not met, penalties can be imposed, including the loss of federal funds for transportation projects, the imposition of stricter requirements, and possible litigation.

NEPA requires Environmental Impact Statements for federal projects to provide information about the environmental effects of the project and alternatives to decision makers and the public. Many highway projects are still justified primarily by estimates of congestion reduction. However, if a regional travel demand model does not account for the effects of induced travel, then congestion reduction from the highway project may be overestimated, and congestion reduction from alternatives (e.g., auto pricing and transit) may be underestimated. In addition, analysis of the secondary impacts of highway projects (e.g.,

changes in land use) is also required. If a regional travel demand model does not capture induced effects, then it cannot assess secondary effects.

Most travel demand models account for mode and route shifts associated with induced travel, but many do not account for other induced travel effects such as changes in land use, trip generation (or number of trips), and trip distribution (or destination choice). All of these behavioural responses can alter a travel model's estimate of VMT. It is generally acknowledged that changes in mode choice and route choice are components of induced demand; however, the importance of land use, trip generation, and destination choice effects has been a source of controversy.

Within the past few years, a number of case studies in different regions of the U.S. have been conducted to assess how existing travel and land use models can capture the induced travel effects of new highway capacity in Sacramento (CA), Chittenden (VT), and Salt Lake City (UT). In these studies, current land use and modelling tools are used to evaluate their ability to represent induced travel (or elasticity of VMT with respect to lane miles and travel time) by simulating scenarios with and without the highway alternative. In addition, sensitivity tests are conducted, by turning on and off model components, in order to isolate the relative contribution of the different induced travel effects represented in the model (i.e., land development, activity allocation, trip generation, trip distribution, mode choice, and traffic assignment).

Background on induced travel

Induced travel is most generally defined as any increase in travel resulting from an improvement in the transportation system. In the context of the analysis of highway projects, the improvement in the transportation system would be an increase in the supply of highway capacity, an increase in auto travel speeds, and a reduction in auto travel times. These improvements effectively reduce that time cost of auto travel and thus increase the demand for auto travel.

Induced travel effects evolve over time. In the short term, reduced travel time costs from new highway capacity affect changes in departure time, route, and mode choice. Nearterm responses to lower travel time costs include changes in destination choices, frequency of trip-

making, and vehicle ownership. Longer-term responses include changes in the location choice of households and employment activities.

A considerable body of research on induced travel has emerged over the last several decades. Research has been conducted to verify the induced travel mechanism and to gauge the magnitude of its effect. The methodological difficulties encountered in this research have included data quality, suitability of analytical techniques, and isolation of causality. It is important to note that such difficulties are shared by almost all areas of social science research. On balance, however, the weight of the evidence of the research tends to confirm the existence of induced travel.

In the literature, the magnitude of the induced travel effect is most commonly represented by two elasticity measures:

Elasticity of VMT with respect to roadway lane miles. This is typically the change in VMT divided by the change in lane miles resulting from the highway project. The empirical literature finds a short-term elasticity that ranges from 0.1 to 0.7 and the long term elasticity that ranges from 0.3 to 1.0 (10-19). For example, if the elasticity of lane miles with respect to VMT is 1.0, then a 10% increase in highway lane miles would produce a 10% increase in VMT.

Elasticity of VMT with respect to travel time. This is typically the change in VMT divided by the change in travel times resulting from the highway project. The empirical literature finds a short-term elasticity that ranges from -0.3 to -0.5 and the long term elasticity that ranges from -0.4 to -11.0 (10-19). For example, if the elasticity of travel times with respect to VMT is -1.0, then a 10% reduction in travel times would produce a 10% increase in VMT.

Models

For each case study, the model's induced travel components and variables are described in Table 1. In the Sacramento region, tests are conducted on the integrated land use and transportation model, the Sacramento MEPLAN model, and regional travel demand model, the SACMET model. In the Chittenden case study, tests are conducted on their regional travel demand model link to a land allocation model. In the Salt Lake City study, tests are conducted on the regional travel demand model. These models all iterate or "feed back" modal travel times and/or

costs among their sub-models until convergence (or consistent model input and output of travel time and/or cost) values are achieved. All of the models in the case studies are official metropolitan planning organization (MPO) models, with the exception of the Sacramento MEPLAN model. This model was developed as part of a model comparison project at the University of California at Davis. However, an updated version of the Sacramento MEPLAN model has now been adopted by the MPO for use with the SACMET model.

Tab. 1 - Induced travel components and variables in the case study models

INDUCED TRAVEL MODEL COMPONENTS	SACRAMENTO (CA)		CHITTENDEN (VT)	SALT LAKE CITY (UT)
	MEPLAN	SACMET		
Land Development (acres of land developed)	Modal travel time & cost			
Activity Allocation (where urban activities locate)	Modal travel time & cost			Modal travel time & cost
Trip Distribution (origin and destination of trip)	Modal travel time & cost	Modal travel time & costs work trips; auto times for others	Modal travel time & cost	Auto travel time & cost
Modal travel (mode use in trip)	Modal travel time & cost	Modal travel time & cost	Modal travel time & cost	Modal travel time & cost
Traffic Assignment (route/road taken for trip)	Modal travel time & cost	Modal travel time & cost	Modal travel time & cost	Modal travel time & cost

Shaded areas indicate absence of model components

Scenarios

Sensitivity tests are developed to assess the contribution of each model step to the model's total representation of induced travel in the network scenarios. This is accomplished by turning on and off different model steps. An illustration of the sensitivity tests is provided in Table 2. The first sensitivity test A is simulated with the full model to represent all induced travel effects. Each subsequent sensitivity test (B to D) drops an additional sub-model component by holding it constant

from the no-build scenario. For example, sensitivity test B holds land uses constant from the no-build scenario and simulates only the trip distribution, mode choice, and traffic assignment induced travel effects of the highway scenario.

Tab. 2 - An example of induced travel sensitivity tests for highway scenario

INDUCED TRAVEL MODEL COMPONENTS	TEST A	TEST B	TEST C	TEST D
Land Use		No-build land uses	No-build land uses	No-build land uses
Trip Distribution			No-build trip tables	No-build trip tables
Mode Choice				No-build mode choice
Traffic Assignment				

Shaded areas indicate model components held constant from the no-build

Results

The results of the simulation tests with the Sacramento integrated land use and transportation (MEPLAN) model indicated that change in land use patterns from the new highway capacity over a twenty-year time horizon accounted for half of predicted induced travel and that the change in trip origin-destination patterns (or trip distribution component) accounted for the other half. Overall, the model's long-term representation of induced travel (elasticity of VMT with respect to lane miles) for new highway projects was 0.8. This figure is consistent with the high end of the empirical range in the literature (as described above). The percentage underestimation of the travel and emission effects from the highway to the no-build with and without full model feedback would be 102% for VMT and 192% for NO_x emissions. See Table 3 below.

Similar simulation tests were conducted with the region's travel demand model (SACMET), which does not include a land use component. These results indicated that, for a twenty year time horizon, the model predicted an elasticity of VMT with respect to land miles of 0.23 and an elasticity of VMT with respect to travel time of -0.41. These figures are consistent with the very low end of the empirical elasticity range described above. In addition, the sensitivity tests indicated that the change in origin-destination trip patterns from the highway projects (enabled by full feedback to trip distribution) accounted for almost all of the model's representation of induced travel.

Tab. 3 - Long-term induced travel sensitivity test results with the case study models

HIGHWAY ALTERNATIVES	SACRAMENTO (CA)		CHITTENDEN (VT)	SALT LAKE CITY (UT)
	MEPLAN	SACMET		
ELASTICITY OF VMT	0.8 (lane miles)	0.23 (lane miles) -0.41 (travel time)	0.76 (lane miles) -0.66 (travel time)	0.78 (lane miles)
SUBMODEL ELASTICITY CONTRIBUTION				
Activity Allocation	Land Development	25% (lane miles)		
	25% (lane miles)		-1% (lane miles) 2% (travel time)	
Trip Distribution	50% (lane miles)	113% (lane miles) 112% (travel time)	71% (lane miles) 76% (travel time)	53% (lane miles)
Mode Choice	0% (lane miles)	-4% (lane miles) - 17% (travel time)	-1% (lane miles) 0% (travel time)	1% (lane miles)
Traffic Assignment	0% (lane miles)	-9% (lane miles) - 5% (travel time)	32% (lane miles) 23% (travel time)	47% (lane miles)
PERCENTAGE UNDERESTIMATE: NO FEED				
Vehicle Miles Traveled (VMT)	102%	94%	70%	85%
Vehicles Hours Traveled (VHT)		16%	236%	
NOx emissions	192%	72%		

Shaded areas indicate an absence of results

The negative results for mode choice and traffic assignment suggest that this model would forecast a reduction in VMT relative to the no-build without full feedback. The percentage underestimation of the travel and emission effects from the highway to the nobuild with and without full model feedback would be 94% for VMT, 16% for vehicle hours of travel (VHT), and 192% for NOx emissions.

Another approach was taken to access the Sacramento travel demand model's prediction of induced travel. This study used a historical forecasting validation technique to estimate actual induced travel in the region over a ten-year period (elasticity of VMT with respect to lane miles was found to be 0.22). This result was compared to the model's prediction of induced travel (elasticity of 0.14). Thus, the model tended to underestimate induced travel by 36% over a ten-year time horizon.

The results of the Chittendon County (VT) case study indicate that the trip distribution component accounted for almost 75% and that the traffic assignment component accounted for almost 25% of the model's representation of induced travel. The elasticity of VMT with respect to lane miles was 0.76 and with respect to travel time was -0.66.

The land use effect in this scenario was negligible. Over the twenty-five-year time horizon, additional roadway miles are projected to be only about one tenth of the growth in households and employment. As a result, the congestion effect (due to population growth) on the networks tends to swamp any increase in capacity. However, even without significant land use effects, the percentage underestimation of the travel effects from the highway to the no-build with and without full model feedback would be 70% for VMT and 236% for VHT.

The Salt Lake City's (UT) case study indicates that the changes in trip distribution and traffic assignment from the new highway project each accounted for about 50% of the model's prediction of induced travel. The elasticity of VMT with respect to lane miles for the highway alternative was 0.78. The percentage underestimation of the travel from the highway to the no-build with and without full model feedback would be 85% for VMT.

Summary and conclusions

Induced travel in the context of highway capacity expansion projects refers to the reduction in the time cost of travel and the resulting increase in travel demand. The existence of induced travel has been acknowledged by the scientific research community.

In the empirical literature, the elasticity of VMT with respect to lane miles, the most common measure of induced travel in the literature, ranges from 0.3 to 1.0 in the longrun. Thus, if a highway project increases the total lane miles in the region by 10%, then VMT in the region may be increased by 3.0% to 10%.

The body of literature on the ability of existing travel and land use models to represent induced travel indicates that when travel times are fed back to a land use model and/or the trip distribution step, then models can represent induced travel within the range documented in the empirical literature and the effect of new highway capacity on land use and trip distribution significantly contributes to the models' representation of induced travel. If induced travel is not represented in travel and land use models, then the need for, and the benefit of, the project will be overstated (e.g., 16% to 236% of VHT), and negative environmental effects will be understated (e.g., 72% to 192% of NO_x emissions).

REFERENCES

- Transportation Research Board. 1995. "Expanding Metropolitan Highways: Implications for Air Quality and Energy Use: Special report 245." Washington, D.C.: National Research Council, National Academy Press.
- United States Environmental Protection Agency. 2000. "Induced Travel: A Review of Recent Literature with a Discussion of Policy Issues." Washington D.C.: US EPA. <http://www.epa.gov/tp/rap.htm>.
- DECORLA-SOUZA P. and COHEN H. 1998. Accounting for Induced Travel in Evaluation of Metropolitan Highway Expansion. Preprint for the 77th Annual Meeting of the Transportation Research Board. National Research Council, Washington, D.C.
- RODIER CAROLINE J., JOHN E. ABRAHAM and ROBERT A. JOHNSTON. 2001. "Anatomy of Induced Travel Using An Integrated Land Use and Transportation model in the Sacramento Region." *Preprint for the 79th Annual Meeting of the Transportation Research Board*.
- RODIER C. J. 2002. "A Case Study of Induced Travel in the Sacramento region." Final Report for the Environmental Protection Agency. December.
- RODIER C. J. 2003. "Verifying the Accuracy of Regional Models Used in Transportation and Air Quality Planning." Report for the Mineta Transportation Institute. January.
- RODIER, C. J. 2004. "Verifying the Accuracy of Regional Models Used in Transportation and Air Quality Planning." *Transportation Research Record*. In press.
- MARSHALL N. and B. GRADY. 2001. Induced Travel Results. Resource Systems Group for the U.S. Environmental Protection Agency.
- Cambridge Systematics. 2003. Wasatch Frong Regional Council (WFRC) Model Sensitivity Testing and Training Study. Utah Department of Transportation.
- CERVERO ROBERT. 2001. "Road Expansion, Urban Growth, and Induced Travel: A PATH Analysis." Department of City and Regional Planning, University of California, Berkeley.
- CERVERO ROBERT and MARK HANSEN. 2000. "Road Supply-Demand Relationships: Sorting Out Causal Linkages." Institute of Transportation Studies, University of California, Berkeley.
- FULTON, LEWIS M., ROBERT B. NOLAND, DANIEL J. MESZLER and JOHN V. THOMAS. 2000. "A Statistical Analysis of Induced Travel Effects in the U.S. Mid-Atlantic Region." *Journal of Transportation and Statistics* 3(1): 1-14.
- GOODWIN, PHIL. 1996. "Empirical evidence on induced traffic, a review and synthesis." *Transportation* 23 (1996): 35-54.

- HANSEN, MARK, DAVID GILLEN, ALLISON DOBBINS, YUANLIN HUANG and MOHNISH PUVATHINGAL. 1993. "The air quality impacts of urban highway capacity expansion: traffic generation and land use change." Institute of Transportation Studies, University of California, Berkeley.
- HANSEN, MARK and YUANLIN HUANG. 1997. "Road supply and traffic in California urban areas." *Transportation Research A* 31A No. 3 (May 1997): 205-218.
- NOLAND, ROBERT. 2001. "Relationships Between Highway Capacity and Induced Vehicle Travel." *Transportation Research A* 35(1).
- NOLAND, ROBERT and WILLIAM COWART. 2000. "Analysis of metropolitan highway capacity and the growth in vehicle miles of travel." *Transportation* 27(4) (Winter 2000): 363-390.
- NOLAND, ROBERT and LEWISON LEM. 2001. "A Review of the Evidence for Induced Travel and Changes in Transportation and Environmental Policy in the United States and the United Kingdom." *Transportation Research D* 7(1).
- Standing Advisory Committee on Trunk Road Assessment. 1994. "Trunk Roads and the Generation of Traffic." London: Department of Transport.
- HUNT J.D. and SIMMONDS D.C. 1993. Theory and application of an integrated land-use and transport modelling framework, *Environment and Planning B* 20: 221-244.
- HUNT J. D., and ECHENIQUE M. H. 1993. Experiences in the application of the MEPLAN framework for land use and transportation interaction modeling. Proceedings of the 4th National Conference on the Application of Transportation Planning Methods, Daytona Beach, Florida, USA, (May), 723-754.
- HUNT J. D. 1994. Calibrating the Naples land use and transport model. *Environment and Planning* 21B, 569-590.
- ABRAHAM J. E. 2000. Parameter Estimation in Urban Models: Theory and Application to a Land Use Transport Interaction Model of the Sacramento, California Region. Diss. University of Calgary, Canada.
- ABRAHAM, J. E. and HUNT J. D. 2001. Comparisons Policy Analysis using the Sacramento Land Use Transportation Interaction Model. *Transportation Research Record*.
- HUNT J. D., R. A. JOHNSTON, J. E. ABRAHAM, C. J. RODIER, G. GARRY, S. H. PUTNAM, and T. DE LA BARRA. 2001. Comparisons from the Sacramento Model Test-bed. *Transportation Research Record*. 26. DKS & Associates. 1994. *SACMET Regional Travel Demand Model Version 94.0: Model Development and User Reference Report*. SACOG. Sacramento, CA.

GIUSEPPE FRISELLA

IL VALORE INFORMATIVO DEI MERCATI FINANZIARI

Sommario: 1. La struttura dei mercati finanziari ed il valore segnale-tico dei mercati di offerta. 1.1 Premessa. 1.2 I sistemi monetari inter-nazionali: cenni. 1.3 Il mercato dei capitali: cenni sulla struttura. 1.4 Il mercato monetario: valore informativo. 1.5 Il mercato moneta-rio “al dettaglio”: valore informativo. 1.6 Le previsioni di variazione del costo del denaro: la informazione. 1.7 Il mercato Finanziario e Mobiliare. 1.8 Le indicazioni sulle prospettive dei tassi e rendimenti. 1.9 Considerazioni riassuntive.

1. **La struttura dei mercati finanziari ed il valore segnale-tico dei mercati di offerta**

1.1 *Premessa*

Lo studio dei mercati finanziari, delle loro regole e strumenti con-trattuali, della dinamica della formazione del prezzo degli strumenti finanziari è essenziale ai fini della valutazione delle condizioni e dei possibili vincoli allo sviluppo del sistema aziendale.

L'azienda è una organizzazione finalizzata al profitto, gestita nel-la prospettiva di crescita del valore economico del capitale di rischio in dotazione, che si avvale dello strumento del “ciclo di produzione” per realizzare una trasformazione di capitali finanziari il cui netto finale è un flusso di ritorno accresciuto rispetto al capitale originario.

La trasformazione di tali capitali e la riconduzione a flusso di ri-torno è rilevata mediante un sistema di regole di misurazione che è cam-po di indagine e definizione della finanza aziendale, la regolamenta-zione attinente alla stima del profitto di gestione ed alla crescita del va-lore economico è stata realizzata col sistema di regole che tuttora pre-siedono agli istituti della rilevazione contabile per la determinazione del bilancio di funzionamento ed alla valutazione del capitale econo-mico d'azienda mediante le tecniche specifiche a tale indagine.

Il risultato della gestione aziendale è misurato, ed è misurabile, mediante la stima del surplus di flussi finanziari che ritornano a seguito della trasformazione temporanea in strumenti di produzione e oggetti della produzione (beni e servizi).

L'uso del capitale, materia prima essenziale alla gestione aziendale ed ai progetti specifici di attività dell'azienda, si realizza mediante la stipula di contratti, tipicizzati o personalizzati, che determinano condizioni, durata, garanzie, finalizzazioni e, sempre, onere d'uso.

Le condizioni d'uso, in senso lato, hanno ad obiettivo la efficacia delle modalità di provvista, e cioè hanno ad obiettivo la formulazione di regole di attingimento, durata di utilizzo e modalità e tempi di rimborso che si armonizzino il più possibile alle esigenze di attingimento, durata e ritorno determinate dal fabbisogno da ciclo di produzione, commercializzazione e incasso.

La ripetitività di modelli d'uso ha determinato, nel tempo, la tipizzazione di contratti d'uso della materia prima "finanza": ad esempio i contratti bancari, i contratti di borsa, i contratti di finanziamento etc.; tali "strumenti" – di volta in volta anche adattabili rispetto alle esigenze dell'utilizzatore, costituiscono il risultato giuridico contrattuale di una combinazione fra esigenze d'uso e rischio d'uso che massimizza la "efficacia" dell'uso fra le Controparti Finanziarie.

Un ruolo primario nella formalizzazione e standardizzazione di questi strumenti è stato esercitato dagli Intermediari Finanziari (Banche ed istituti Finanziari) e dagli Operatori del Mercato Finanziario.

A riprese successive, ed in funzione della maturità raggiunta dal mercato finanziario domestico, sono intervenuti i Governi Nazionali per redigere norme e cristallizzare e meglio regolamentare la utilizzazione degli strumenti negoziali finanziari.

La complessità collegata alla regolamentazione degli strumenti finanziari è determinata da una specificità: l'uso della materia finanziaria, e quindi il suo costo, è più legato alle esigenze e caratteristiche dell'impiego che non alla stessa qualità della materia prima. Con un esempio: per la costruzione di una corazza è necessario acciaio o ferro di qualità diversa in relazione all'uso; per attivare un motore è necessario benzina o diesel a seconda delle caratteristiche del motore; per gestire un progetto di investimento si ha necessità di "denaro"; materia prima unica e standard la cui unica e possibile differenziazione di base è la "valuta" di denominazione (euro, dollaro, yen etc.).

Questa materia prima ha un'altra caratteristica singolare: va restituita tale quale alla fine o nel corso della gestione dei progetti di investimento, non deve essere consumata dall'uso e, in generale, il suo è un costo di utilizzazione e non un costo di acquisizione definitiva: il capitale finanziario di debito va rimborsato ma anche il capitale finanziario di rischio va restituito.

Per queste caratteristiche, la flessibilità dell'uso è risolta dalle condizioni contrattuali dello strumento finanziario, necessario veicolo e collegamento fra Controparti Finanziarie che ha lo scopo di assicurare la maggiore "produttività" della materia finanza, e cioè la migliore combinazione fra uso, rischio e rimborso per minimizzare il costo corrispettivo dell'uso.

Il proprietario della materia finanza ha una scelta di fondo da compiere: scegliere se definirsi promotore e riferimento del progetto di investimento aziendale (quindi: socio dell'azienda) ovvero finanziatore del progetto di investimento aziendale (quindi creditore dell'azienda).

La scelta iniziale fra Socio o Creditore comporta la scelta della categoria di ruolo, fra le due primarie categorie possibili, e quindi la necessità immediatamente successiva della selezione dello strumento contrattuale (contratto di finanziamento o contratto sociale) che meglio contempera le esigenze ed aspettative del proprietario della materia finanziaria e dell'utilizzatore della materia finanziaria.

Per entrambe le Controparti, la scelta di campo apre il riferimento di mercato che riguarda il corrispettivo/onere d'uso della materia "finanza".

Il corrispettivo/onere d'uso è strettamente collegato alla qualità del fabbisogno e dell'utilizzatore più che alla qualità della materia prima, come si è rilevato in questa premessa.

Per questo motivo, l'indagine dell'effettivo costo corrispettivo dell'uso del capitale è così complesso, dipendendo strettamente dalla qualità del fabbisogno piuttosto che dalla qualità della materia.

La caratteristica rilevata fa capire anche un'altra specificità del tema finanziario: il miglioramento della efficienza d'uso dei capitali finanziari è legata alla informazione sul loro risultato d'uso. Il risultato dell'uso, e cioè la valutazione costante delle combinazioni di rischio e di durata, influenza ed è influenzato dalla informazione di ritorno al mercato oltre che dalla maggiore o minor disponibilità del risparmio (*rectius*: giacenza dello stock di materia finanza).

La conoscenza delle regole di funzionamento del mercato dei capitali, e degli strumenti finanziari in essi negoziati, è quindi premessa per realizzare l'obiettivo di efficacia ed efficienza nell'uso della materia "finanza".

La regolamentazione pubblica di tale mercato, e degli intermediari che in esso operano, è un'altra premessa per migliorare la soddisfazione delle Controparti nella definizione del corrispettivo/onere d'uso della risorsa.

La progressiva internazionalizzazione delle economie e la globalizzazione del mercato hanno migliorato di molto la informazione, contribuendo al miglioramento della efficacia ed efficienza dell'uso dello stock di capitale finanziario mondiale.

La efficacia ed efficienza del funzionamento del mercato di questa materia prima è oggi ancor più rilevante. La globalizzazione ed internazionalizzazione degli scambi ha acuito la concorrenzialità fra le aree geografiche e politiche di produzione ed i costi unitari di prodotto sono più che mai costi di sistema d'area piuttosto che costo degli specifici fattori di produzione.

È evidente, per fare un esempio, che il costo orario di un Addetto alla produzione non è dato dalla sola remunerazione netta che monetizza periodicamente: ad essa sono agganciati oneri accessori che, in senso ampio, caratterizzano la qualità di area e la maturazione politica dell'area nella quale opera e lavora la persona. Il costo, cosiddetto "accessorio", dato dagli oneri contributivi specifici è oggi una parte – spesso non preponderante – di altri costi associati alla qualità dei processi produttivi dell'area geografica. Si pensi agli oneri delle leggi sulla sicurezze degli ambienti di lavoro, agli oneri di sistemazione del contesto urbano, agli oneri di controllo della qualità dei cicli di produzione e del rispetto di regole di sanità ambientale e sociale e meglio si possono valutare i costi generali del "sistema d'area" che inevitabilmente si scaricano sui costi unitari di prodotto.

Per controbattere la oggettiva e pesante diversità dei costi unitari di produzione di sistema d'area, la strategia è di tipo politico e sociale, cioè concorrere alla accelerazione dei tempi di maturazione delle società meno sviluppate; ma è una strategia a tempi assai lunghi.

Nell'immediato, una parte notevole dei cicli di produzione – sovente quelli a contenuto tecnologico e di ricerca più avanzato – può ancora mantenersi nell'ambito delle aree evolute a condizione che sia ele-

vata la capacità d'uso efficace ed efficiente della materia indispensabile a tali cicli di produzione, e cioè la finanza.

Il divario di onerosità in aree a diverso livello di sviluppo, e quindi a diverso gradiente di rischio, è tuttora un fattore di competizione efficace e decisivo. Lo è maggiormente se si osserva che il “prodotto” offerto nelle aree sviluppate tende a posizionarsi su una combinazione di “prodotto/finanza”, ovvero dalla “finanziarizzazione” crescente del prodotto.

Con un esempio: il leasing, nella successiva versione di full leasing, nella versione superiore di full renting è un modo di vendere il prodotto mediante la soluzione del suo sistema di pagamento. Un altro esempio: il project finance è una modalità di offrire un servizio – la gestione – mediante l'acquisizione della realizzazione. Con questa combinazione a base finanziaria la gestione, ad esempio, del Ponte sullo stretto di Messina diventa una commessa a durata poliennale affidata a chi risolve la costruzione dell'oggetto dal quale dipende la gestione del servizio. Estremizzando il concetto anche su base domestica, potremmo immaginare che le forniture di alimenti alle persone si possano contrattualizzare per tempi lunghissimi – introducendo di fatto il monopolio contrattuale per la fornitura – avendo a postulato la offerta alla famiglia di costruzione della sua cucina personale!

Ciò che rileva, è il fatto che il contratto pluriennale di gestione – vero obiettivo dell'azienda – appare una “conseguenza naturale” della realizzazione di un bene a gestione poliennale (la cucina od il ponte) e tutto si può realizzare laddove si reperisca la soluzione più efficiente di copertura finanziaria dei due fabbisogni: di progetto e di gestione.

È quindi essenziale la migliore conoscenza dei mercati di offerta degli strumenti finanziari e delle regole di formazione del corrispettivo/onere d'uso della materia finanza dipendente dalle caratteristiche del bisogno di impiego e del soggetto che impiega.

I mercati di offerta degli strumenti finanziari sono oggetto di regolamentazione internazionale e nazionale; in Italia, la modificazione più recente al regolamento delle transazioni monetario finanziarie ed alla struttura del mercato regolamentato è stata definita con D.Lgs. 24 febbraio 1998 n.ro 58 – Testo Unico Finanziario (TUF) – la cui entrata in vigore è del 1 luglio 1998.

Il TUF ha fornito un complessivo aggiornamento delle regole che si applicano al mercato (mercato regolamentato) ed alla gestione accentrata di strumenti finanziari (vedasi il Monte Titoli), in una logica

di semplificazione ed adeguamento alle regole comuni del mercato europeo.

Il mercato regolamentato nazionale è stato riformato nel periodo 1996-1998, adottando un indirizzo di tipo privatistico, statuendo che l'organizzazione e la gestione dei mercati regolamentati sia svolta in forma di impresa e gestita da apposite società per azioni.

In Italia si è quindi costituita la *Borsa valori italiana s.p.a.*, che ha assunto la gestione dei principali mercati regolamentati.

Il ruolo di controllo e di intervento sui regolamenti di attività è stato riservato dal TUF alla CONSOB, sentita la Banca d'Italia.

Con le deliberazioni del 18 dicembre 1996, n. 10386, e 23 dicembre 1996, n. 10410, la CONSOB ha riconosciuto quali mercati regolamentati:

- la Borsa Valori,
- il Mercato Ristretto,
- il Mercato Italiano dei Futures e dei contratti di Opzione (*MIF e MTO*),
- il mercato Telematico dei Titoli di Stato (*MTS*),

La Borsa Valori s.p.a., quale società di gestione del mercato regolamentato, determina:

- le condizioni e le modalità di ammissione, esclusione e sospensione degli operatori e degli strumenti finanziari di negoziazione,
- le condizioni e le modalità per lo svolgimento delle negoziazioni e per l'accertamento e la pubblicazione dei prezzi, i tipi di contratto ammessi alle negoziazioni, nonché i criteri per stabilire i quantitativi minimi di titoli e strumenti finanziari negoziabili nel mercato.

In questo quadro normativo e regolamentare, nel nostro contesto nazionale di rilevano e si esplicitano prezzi e quotazioni di strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, derivati e strumenti di finanziamento e di investimento) che certamente hanno un alto valore di informazione e di guida nelle scelte che attengono all'utilizzo della risorsa finanziaria.

La conoscenza di tali informazioni, e delle regole sottostanti, è quindi di rilevante interesse per gli operatori finanziari.

Il contesto nazionale è certamente parte, e quindi direttamente influenzato, da un più vasto contesto internazionale, nel quale si scambiano strumenti finanziari, anche se denominati in valute differenti

La regole e le condizioni degli scambi internazionali hanno avuto una forte accelerazione dal vasto fenomeno di "globalizzazione" dei

mercati, che ha interessato profondamente il mercato finanziario in virtù delle peculiari caratteristiche che possiede.

La risorsa finanziaria, per le sue stesse caratteristiche, è in prima posizione nei processi di globalizzazione e sovente precede le stesse integrazioni politiche delle aree di scambio; l'attuale scenario è comunque il risultato di una evoluzione che conta appena due secoli e mezzo.

I fatti significativi che ne caratterizzano le regole di attività hanno una vita ancor più giovane e si concentrano essenzialmente negli ultimi 50 anni.

1.2 *I sistemi monetari internazionali: cenni*

Il primo sistema di scambio dell'industria monetaria è stato concepito a metà del '700 e rimase in attività dal 1880 circa al 1914: si trattava del sistema denominato "*gold standard*" ed era basato sostanzialmente sull'ancoraggio delle singole monete degli stati sovrani ad una quantità di oro prefissata.

L'espressione materiale del cosiddetto "*capitale*" era quindi una espressione composita: una denominazione di *valuta*, ma ancorata ad un bene merce di generale e storica accettazione: l'*oro*.

Nel 1944, dopo un periodo di anarchia finanziaria giustificata anche dagli sconvolgimenti bellici, con gli accordi di *Bretton Wood* si formalizzò la rinascita della regolamentazione valutaria; il sistema normativo e regolamentare è noto come "*gold exchange standard*" e, con esso, alla parità fra moneta ed oro si affiancava anche la *parità fra dollaro ed oro*, e si delegava al dollaro l'effettiva conversione in oro con lo standard di 35 dollari per oncia di oro (grammi 31,104).

La sorveglianza del sistema era demandata al Fondo Monetario Internazionale (FMI), unico deputato ad autorizzare modifiche di parità monete/oro in ragione di gravi squilibri strutturali del sistema paese emittente.

Il passaggio fu di grande rilievo, poiché lo sganciamento delle valute dal contenuto aureo e la successiva regolamentazione, tramite il FMI, determinava una *delega politica*, oltretutto tecnica, alla nazione emergente Stati Uniti d'America, rafforzando, contemporaneamente, l'inserimento nel sistema delle transazioni internazionali della valuta dollaro e candidando tale valuta a divenire strumento dei pagamenti internazionali.

La dimensione della influenza politica sul valore dello strumento di pagamento valutario era attenuata dalla limitata convertibilità in oro, ma questo controllo non durò a lungo, poiché il 15 agosto 1971 si sospese la convertibilità del dollaro in oro.

Nel 1973 la regolamentazione fu affidata formalmente ad un sistema di fluttuazione amministrata delle monete; con tale sistema sono le autorità monetarie nazionali che intervengono sui mercati dei cambi, per ammortizzare le fluttuazioni fra le parità delle diverse monete e la propria e, quindi, governano i rapporti di scambio valutario.

Il sistema è basato su una delicata sequenza di accordi “bi” e “multilaterali”, che tengono conto degli interessi commerciali, delle integrazioni delle economie, delle situazioni di surplus o deficit di avanzi commerciali e valutari che esistono fra i diversi Paesi e le diverse aree di scambio.

È evidente che la determinazione e la fluttuazione dei rapporti di cambio ha una forte influenza sul costo di acquisto della risorsa “finanza” e, comunque, sulle aspettative di profitto e sviluppo di settori economici nazionali e, quindi, sul reddito delle singole imprese.

La gestione reddituale delle imprese subisce, evidentemente, la influenza delle fluttuazioni dei cambi poiché:

a) se vende od acquista all'estero, deve denominare i corrispettivi di scambio in una valuta e, quindi, il profitto finale dipende dalla variazione di valore di cambio di detta valuta estera rispetto alla valuta domestica,

b) se ha crediti o debiti - anche di natura finanziaria - denominati in valuta estera, la differenza del corso del cambio, al momento dell'incasso o del rimborso, genera differenziali di utile/perdita che incidono direttamente sui redditi della gestione,

c) se deve formulare listini di prezzi di vendita o deve fissare condizioni di acquisto di beni o strumenti che interessano aree estere, la variazione del rapporto di cambio incide direttamente ed immediatamente sulle condizioni di convenienze,

d) se ha partecipazioni in imprese controllate o collegate estere, il valore di tale partecipazione è direttamente influenzato dalla variazione del rapporto di cambio.

Il rapporto di cambio delle valute ha quindi diretta ed immediata influenza sul costo della risorsa finanziaria nel mercato domestico e, quindi, sulle stesse condizioni di redditività delle imprese.

La interdipendenza dei sistemi di produzione e scambio fa sì che tale influenza è diretta ed immediata per le aziende che operano con scambi all'estero e portafogli all'estero, ma si riflette anche sul resto del sistema produttivo che non ha rapporti con "area estero", per la oggettiva connessione di mercato.

Un recente studio della Deutsche Bank (anno 2003) attinente le aziende europee che operano sul mercato delle americhe, è arrivato alla conclusione che una flessione della valuta dollaro del 10%, nell'arco di un anno, determina una flessione di utili, delle predette società, stimata fra il 5% ed il 6%.

Si spiega così – peraltro – la ragione della flessione delle quotazioni del valore dei titoli quotati nei mercati di borsa azionaria che segue le oscillazioni, in diminuzione, della valuta dollaro.

I sistemi produttivi reagiscono alle incertezze originate dalle oscillazione dei cambi spingendo verso la unificazione delle valute: l'esempio maggiore dell'ultimo ventennio è dato dalla unificazione delle valute europee nell'euro e dai programmi di unificazione valutaria, tuttora in corso, che tendono a consolidare ed ampliare l'area di scambio omogenea.

La unificazione valutaria elimina le incertezze dei rapporti di cambio e consente una migliore progettazione finanziaria degli investimenti ed un controllo più accurato del tasso di profitto: è quindi intuibile la spinta dei comparti produttivi verso tali direzioni.

Laddove ciò non è politicamente fattibile, lo studio dei cosiddetti "fondamentali" di un sistema economico contribuisce alla stima dello zoccolo duro della parità valutaria – almeno nel breve periodo – ma non ha consentito, né consente tutt'oggi, di prevedere compiutamente le variazioni dei tassi di cambio e, quindi, la variazione del costo dei capitali nei sistemi economici, laddove esso si forma.

La finanza aziendale, nonostante l'enorme massa di strumenti di informazione, tuttora deve basarsi su congetture nella valutazione di prezzi-costo di acquisto della risorsa finanziaria, essendo essa pesantemente influenzata dalle politiche nazionali, o delle comunità fra Nazioni, di determinazione dei tassi di cambio.

È certamente un paradosso, dato che una massa notevole di investimenti aziendali poliennali ha bisogno di tempi non brevi per la propria riliquidazione in finanza e l'altrettanto notevole massa di investimenti in Capitale Circolante, la cui consistenza cresce con lo sviluppo dell'azienda, si somma a tali investimenti fissi.

L'intero investimento deve essere gestito con il rischio dato dalla circostanza per cui *oggi* si adotta una decisione ma il costo finanziario di essa sarà noto solo nel prossimo futuro, e con un grado assolutamente elevato di volatilità delle condizioni.

Inoltre, la evoluzione competitiva fra aziende e fra sistemi territoriali, spinta anche dalla compressione dei margini unitari di redditività, porta a combinazioni fra prodotto/finanza che talvolta allungano il ciclo finanziario. La produzione in project financing è una combinazione fra prodotto e finanza che l'impresa utilizza nell'intento di aggiudicarsi la realizzazione di un'opera con la prosecuzione della attività mediante la gestione della stessa opera realizzata.

Evidentemente, questa procedura od impostazione della attività di produzione acquisisce il Cliente all'azienda per tempi significativi (30-60 anni), ma coevamente accresce il fabbisogno finanziario per l'investimento a carico dell'azienda medesima.

Oltre ad accrescere l'investimento, lo rende vulnerabile alle possibili oscillazioni dei tassi di interesse, che direttamente incidono sulla profittabilità della gestione.

Si giustificano così la massa e varietà di strumenti contrattuali che sono stati concepiti dall'industria finanziaria per rendere meno incerte le condizioni di gestione degli investimenti e, nello specifico, le condizioni economiche di copertura finanziaria degli investimenti stessi.

Si giustifica così la progressiva propensione del capitale ad imporre sistemi di gestione molto attenti alla variabile temporale e sensibili alle strumentazioni tecniche ed amministrative che ne consentono la mobilità su sistemi economici sempre più vasti.

Si comprende inoltre il motivo dell'impegno a progressive unificazioni di sistemi economici nazionali in aree monetarie sovra nazionali, idonee ad attenuare il parametro di rischio e di costo che potentemente influenza i prezzi di acquisizione del capitale e, in definitiva, la sopravvivenza di sistemi di impiego produttivo della risorsa.

La fase denominata *economia post industriale* sta innovando le categorie sulle quali si era fondato nel secolo scorso lo schema di controllo del "plusvalore", originato dalla produzione e dall'impiego del capitale e del lavoro.

Il capitale, nella sua tradizionale accezione di capitale investito in apparati industriali e commerciali, si è progressivamente separato e specializzato, in ragione dell'affermarsi della "*public company*" rispetto alla "*impresa familiare*" tradizionale.

La “public company”, fra le altre caratteristiche, ha quella di approvvigionarsi di capitale di rischio sui mercati finanziari e mediante lo strumento delle borse valori.

Tale fatto ha progressivamente “personalizzato” la public company (d’onde il suo nome) e l’ha resa indipendente dalla “famiglia imprenditoriale”, che normalmente era a capo dell’industria.

L’ha resa indipendente dalla capacità finanziaria della famiglia stessa: è il mercato finanziario che oggi valuta rendimenti e rischio e, tramite il potente strumento della borsa valori, decide di investire nei progetti della singola impresa quotata.

Lo sviluppo di una impresa, dunque, è sempre più caratterizzato e reso possibile dalla capacità che essa ha di svincolarsi della figura imprenditoriale che l’ha immaginata e concretata e di rivolgersi al “pubblico” per acquisire la dotazione di capitale di rischio necessario al proprio sviluppo.

Il *capitale di rischio*, porzione del più vasto aggregato di “*capitale finanziario*”, è oggi fortemente svincolato dalla fisionomia dell’impresa e valuta le imprese come occasioni di investimento e di plusvalore, svincolate da una missione specifica verso il settore nel quale opera l’impresa.

Le valutazioni di convenienza seguono pertanto regole di indicatori di profitto ed affidabilità, delle combinazioni di potenziale e prospettica redditività, rischio, liquidabilità, regole gestite da manager e professionisti della finanza, anziché indicate o valutate da soggetti imprenditoriali.

Il “*capitale finanziario*” nasce e si afferma diverso rispetto al tradizionale “*capitale industriale*”, la cui gestione si materializzava nella combinazione di una industria e di una famiglia, la cui gestione era diretta dalla famiglia o dal un gruppo finanziario che comunque era il capo stipite del fondo (esempio: Roschild, Morgan, Lazard Freres, etc.).

Le regole di investimento del *capitale finanziario*, come è intuibile da questo breve excursus, sono regole sempre più oggettive e tecniche; l’affermarsi di “grossisti” o di agenti leader nella indicazione degli investimenti da effettuare sposta il metodo a tecniche di gestione manageriale e non più legate all’intuito personale.

Il fondo comune di investimento ha un cliente che conferisce capitale, un risultato da conseguire in termini di redditività e rischio, ed un raffronto costante al mercato che costituisce il benchmark di riferimento: i processi seguono un sistema di regole che è sempre più codificato,

regolamentato e controllato da istituzioni specializzate (CONSOB e similari).

La Finanza aziendale si arricchisce, pertanto, di uno strumentario sempre più sofisticato per elaborare masse di informazioni sempre più regolamentate e controllate, nel tentativo di ridurre la distorsione informativa che giustifica, in parte, differenziali di rendimento.

Ma in parallelo a tale lavoro di costruzione di metodologie che soddisfino il mercato finanziario nella propria richiesta di prodotti da investimento, si afferma la forte differenziazione di questi prodotti, diretta ad offrire combinazioni di *rischio* e di *rendimento* sempre più vicine all'immaginario – o razionalmente immaginato? – bisogno di prodotti da parte dei proprietari o possessori o gestori di capitali finanziari.

In questo scenario nuovo si inquadrano gli studi della “finanza”, non più e solamente strumento di analisi di bilanci, ma *strumento per prevedere e realizzare percorsi di sviluppo degli investimenti aziendali*, controllandone rischio, volatilità e variabilità, in stretta correlazione all'ambiente esterno ed al mercato finanziario globale.

1.3 *Il mercato dei capitali: cenni sulla struttura*

Prima di esplorare la formazione dei fabbisogni di capitale da parte del prenditore “azienda” è opportuno rivedere, in breve, la strutturazione odierna dei mercati dei capitali, nei quali si può attingere alla risorsa capitale e nei quali comunque si forma e si evolve il corrispettivo d'uso.

Il mercato dei capitale ha, oggi, una forte dimensione internazionale, effetto della globalizzazione degli scambi e dei sistemi economici, e della efficienza e ampia copertura delle comunicazioni e delle informazioni, che la tecnologia mette a disposizione e accresce costantemente.

La struttura del mercato dei capitali può essere così tratteggiata, con alcune approssimazioni:

MERCATO DEI CAPITALI
MERCATI APERTI MERCATI DIRETTI

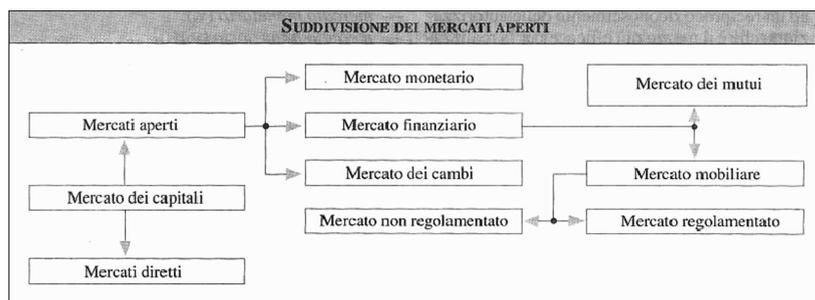
Il “*mercato diretto*” è caratterizzato da una contrattazione personale, secondo regole accettate dalle due parti e normalmente con rap-

porto bilaterale. I mercati diretti sono generalmente mercati locali e fra essi rientrano le operazioni e le negoziazioni che intervengono fra banca e cliente, che direttamente negoziano le condizioni e le dimensioni della loro collaborazione finanziaria, seppure nel quadro di una regolamentazione generale e sorvegliata.

Il “*mercato aperto*” accoglie e comprende le contrattazioni fra chi offre capitali e chi chiede capitali sia come finanziamento che come investimento di rischio o forme derivate.

Il mercato aperto opera con *contrattazioni regolamentate* sia a livello nazionale che internazionale.

La composizione del mercato aperto può essere sintetizzata dalla tabella che segue:



Il mercato monetario comprende le negoziazioni che interessano prestiti a breve scadenza, convenzionalmente quei prestiti la cui durata non supera i 18 mesi. Il tipico operatore che interviene in questo mercato è la Banca, che raccoglie risorse finanziarie emettendo contratti di depositi a risparmio ed in conto corrente e concedendo prestiti a breve termine ad operatori imprese, famiglia ed Enti.

In senso più ristretto, il mercato monetario comprende le contrattazioni di attività a breve o brevissima scadenza che si concludono fra Banche, Imprese, Tesoro ed altri Enti, per finalità di posizioni di tesoreria in equilibrio: tipici contratti e titoli di questo mercato sono i B.O.T. e le accettazioni bancarie.

Il *mercato finanziario* comprende le contrattazioni dei prestiti a medio e lungo termine (durata superiore a 18 mesi) e la contrattazione delle emissioni azionarie; viene distinto nei due mercati “mercato dei mutui” e “mercato mobiliare”.

Sono interessati al mercato finanziario le Imprese, le Famiglie (soltanto per la linea dei “mutui casa”) ed altri Enti ed Istituzioni ma anche società di investimento nazionali ed internazionali, merchant bank e Fondi Comuni.

Il *mercato dei Cambi*, intuitivamente, raccoglie le contrattazioni attinenti le diverse valute estere, con la definizione dei relativi prezzi in tabelle.

Il mercato dei Cambi non contempla le valute per le quali non vi è una convertibilità ufficiale, è un mercato ovviamente internazionale nel quale le trattazioni si svolgono in tempo reale e 24 ore su 24.

I tre mercati hanno un notevole valore nella attività di finanza, poiché producono informazioni e dati che riguardano sia il breve che il lungo termine e sia strumenti di finanziamento che di partecipazione e di conversione (cambi); su tali indicazioni ci intratterremo in prosieguo.

Infine, i mercati possono essere ancora distinti in mercati regolamentati e non

Il *mercato non regolamentato* è quello in cui avvengono scambi organizzati di strumenti finanziari senza che sia stata prevista alcuna specifica disciplina per la loro negoziazione: è il cosiddetto mercato “*Over The Counter*” o Mercato *OTC*.

Il TUF si occupa di tale mercato agli art. 55 e 78-79 riconoscendo al Ministero del Tesoro, alla CONSOB e a Banca d’Italia il potere di informativa ed inibizione laddove dalle negoziazioni effettuate su tali mercati possa rivenire grave pregiudizio per gli investitori.

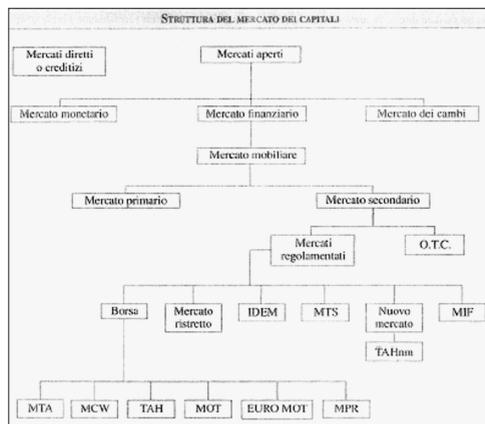
La Banca d’Italia vigila sul regolare funzionamento della attività dei fondi interbancari.

È in corso di revisione la distribuzione dei poteri di controllo sulla raccolta del risparmio da intermediare e sul finanziamento, anche con capitale di rischio, delle imprese. Ciò per armonizzare gli attuali strumenti di regolamentazione con la operatività delle imprese multinazionali e con i comportamenti dei mercati finanziari soprannazionali.

Rientrano in tale mercato sia il mercato di sportello - mercato privato - sia il terzo mercato ed il *fuori borsa* o *fuori listino* e cioè le negoziazioni di valori mobiliari del mercato secondario.

Il *mercato regolamentato* è il mercato finanziario ufficiale, riconosciuto per legge e autorizzato dalla CONSOB secondo la disciplina del TUF.

Lo schema che segue inquadra la organizzazione di detto mercato:



NOTA: Il mercato dei capitali può essere distinto in:

– *mercato primario*: dove vengono scambiati *asset finanziari* costituiti in prevalenza da titoli di nuova emissione e nel quale operano, solitamente, i “grossisti” nazionali ed internazionali della finanza.

– il *mercato secondario*: tratta i titoli precedentemente emessi e si occupa della loro costante trasferibilità, della indicazione dei prezzi fattibili al momento, quotabili in ragione delle condizioni d’insieme valide per il momento medesimo.

Col mercato primario si attua la vera trasferibilità dei fondi fra “produttore” che ha eccedenza di risparmio investibile e “consumatore” o “prenditore” di prima istanza.

Col mercato secondario si completa ed organizza il *processo continuo di trasferimento* fra prenditori e produttori, originato dalla “ricomposizione” di portafogli di investimento, che avviene mediante transazioni di arbitraggio su parti di titoli obbligazionari od azionari od intermedi già esistenti ovvero fra titoli “derivati” dai primari e le cui aspettative di profitto sono pertanto legate alle quotazioni dei titoli di riferimento.

Nel mercato secondario sono offerti e scambiati una serie abbastanza varia di diritti secondari, che hanno origine e motivo dalla trasferibilità di parti di rischio dell’investimenti primario (swap e prodotti assicurativi collegati).

Il mercato finanziario è determinante per attuare la esigenza di “liquidabilità” degli investimenti, esso quindi assolve a due ruoli: *la evidenza del prezzo e la possibilità di negoziato fra Parti*.

* * *

La configurazione odierna del mercato dei capitali consente quindi di soddisfare:

– il trasferimento dell’uso del capitale nel “tempo” e fra Soggetti Parti Contrattuali.

– la modificazione di rischi derivanti dall’investimento fra Parti contrattuali e nel tempo.

– il trasferimento di diritti collegati al trasferimento di rischio e di tempo che avviene per i capitali.

La articolazione del mercato dei capitali permette di ottenere, costantemente aggiornata, una serie numerosa di indicazioni su tassi, tempi e apprezzamenti di rischio che sono una guida essenziale per chi intende progettare investimenti od ottimizzare le coperture finanziarie di un investimento.

La tabella precedente espone una serie di acronimi che identificano diversi mercati specializzati per funzione o per prodotto.

La *Borsa Valori* è il mercato regolamentato degli *strumenti finanziari*, sia di rischio che di debito che i loro derivati ed i contratti dipendenti dalle negoziazioni principali.

La Borsa Valori, in funzione della crescente complessità degli strumenti finanziari, si è data una organizzazione per comparti diversi, attualmente sei:

1) Mta: *Mercato telematico azionario*: nel quale si negoziano ordinariamente, per qualunque quantitativo, azioni, obbligazioni convertibili, diritti di opzione, warrant e quote di Oicr (Organismi internazionali di investimento collettivo di risparmio – fondi comuni di investimento aperti e chiusi).

2) Mcw: *Mercato telematico dei warrants*: nel quale si negoziano ordinariamente covered warrants e certificates quotati in borsa; in particolare strumenti denominati “covered warrants plain vanilla” che consistono in una opzione put o call, certificates che replicano l’andamento della attività sottostante, covered warrants e certificates con regolamento presso i sistemi esteri; covered warrants strutturati che sono combinazioni di opzioni call o put o che incorporano azioni esotiche.

3) Tah: *Mercato Trading after hours*: è il comparto di mercato di borsa in cui si negoziano azioni quotate e covered warrants e certificates ma in orari diversi da quelli dei mercati Mta e Mcw, su richiesta del-

l'emittente. Le azioni oggetto delle transazioni sono quelle incluse negli indici Mib30 e Midex ed altre azioni che hanno eguali caratteristiche di liquidità e capitalizzazione.

4) Mot: *Mercato telematico delle Obbligazioni e dei Titoli di Stato*: il comparto è organizzato per la negoziazione di titoli di Stato ed obbligazioni diverse da quelle convertibili.

5) EuroMot: *Mercato telematico delle euroobbligazioni*, obbligazioni di emittenti esteri ed Abs - asset backed securities. È il mercato specializzato per la negoziazione delle euro obbligazioni, delle obbligazioni di emittenti esteri e degli strumenti finanziari denominati Abs.

6) Mpr: *Mercato telematico dei titoli a premio*: si negoziano in questo mercato della Borsa i contratti a premio relativi ad azioni, obbligazioni convertibili, warrants quotati in Borsa e diritti di opzione

1.4 Il mercato monetario: valore informativo

Col mercato monetario si organizza la negoziazione di titoli finanziari che hanno una scadenza a breve e cioè, convenzionalmente, inferiore a 18 mesi.

In questo mercato gli “oggetti” o “prodotti” scambiati sono usualmente: Buoni del Tesoro (BOT), Certificati Deposito a Breve (CD), Depositi Interbancari, P/C (Pronti contro Termine), Accettazioni Bancarie, Cambiali Finanziarie, Polizze di Credito Commerciale.

In questo mercato gli *operatori intermediari* sono prevalentemente all'*ingrosso* e la porzione maggiore – attualmente – è occupata dalle aziende bancarie e finanziarie; intervengono tuttavia anche il Tesoro, le Famiglie e Investitori Istituzionali.

Nel mercato monetario si attua costantemente una attività di arbitraggio fra alternative di tassi e tempi, il cui obiettivo è la massimizzazione dei rendimenti a breve.

I tassi che sono quotati nel mercato monetario assumono la qualità di *indicatori* e sono frutto delle momentanee eccedenze/fabbisogni di liquidità, regolate fra i contraenti.

Su questo mercato si formano una serie di prezzi – tassi – che hanno un forte valore segnaletico sull'andamento a breve delle contrattazioni della merce moneta.

Il mercato opera con forte strumentazione telematica e dal 1990 in Italia è operativo il MID - *mercato telematico dei depositi interbancari*.

Il *mercato telematico dei depositi interbancari* ha un forte valore di segnale, sia perché il comparto dei tassi a breve termine è la *prima linea*, che traduce al mondo della finanza gli indirizzi della politica monetaria di un Paese sovrano, inquadrati nel contesto delle politiche monetarie internazionali, sia perché manifesta le “opinioni” del sistema bancario/finanziario rispetto a tali politiche.

In questo mercato, in pratica, si regolano le condizioni della liquidità del sistema e si effettua giornalmente la compensazione fra le esigenze di incasso e pagamento delle tesorerie.

I contratti tipici che regolano lo scambio dei depositi sul MID, che viaggia su rete SIA ed al quale hanno accesso gli enti creditizi, gli Istituti Centrali di Categoria e le filiali italiane di banche estere, sono:

– *overnight (O/N)*: il capitale viene depositato il giorno stesso della negoziazione e restituito il giorno dopo;

– *tomorrow-next (T/N)*: il capitale è depositato il primo giorno lavorativo successivo a quello della negoziazione e restituito dopo 24 ore;

– *spot-next (S/P)*: il capitale viene depositato il secondo giorno lavorativo successivo a quello della negoziazione e restituito 24 ore dopo;

– *call money*: il capitale è depositato il secondo giorno lavorativo successivo alla giornata di trattazione ed il rientro – che può essere anche parziale – è subordinato a preavvisi di giorni 2 lavorativi, il pagamento degli interessi è stabilito con valuta 31 dicembre dell’anno;

– *depositi a tempo*: il capitale viene depositato il secondo giorno lavorativo successivo a quello della negoziazione e restituito allo scadere di un periodo determinato da 7 giorni a 12 mesi;

– *depositi differiti*: si conviene che il capitale è depositato per un tempo stabilito che oscilla da 7 giorni al massimo di mesi 6 dalla data di negoziazione per essere rimborsato alla scadenza negoziata;

– *depositi a vista*: il deposito del capitale eccedente ha vigenza immediata e la restituzione è rimessa alla decisione del depositante;

– *depositi vincolati*: i capitali sono trasferiti nella stessa giornata di trattazione e il rimborso stabilito nel massimo di giorni 14 di calendario.

Questi contratti espongono tassi che segnalano non solo il costo del capitale finanziario a brevissimo, ma soprattutto la dinamica dei tassi nel breve; le variazioni del tasso, valutate in punti base, danno indicazione sulla “fluidità” della tesoreria di *sistema*.

L’ *overnight* è il mercato delle eccedenze/bisogni di capitale fra intermediari bancari e creditizi, per esigenze “brucianti” di tesoreria,

ed è la negoziazione più ampia nel mercato domestico dei capitali: ha un forte valore di segnalazione sulla *volatilità dei tassi* nel tempo.

Sono rilevati costantemente e si da una tracciatura di essi come riportata da un nostro quotidiano finanziario nazionale:

TASSI A BREVE TERMINE											
Irs			Depo. Ois e Fra			Euribor - Europeo			Tassi interbancari del 04.09		
Cod.	Den. Unit.	Scad.	Den. Unit.	Tip. Den. Unit.	Scad. Den. Unit.	Scad.	Tip. Den. Unit.	Scad. Den. Unit.	Scad.	Tip. Den. Unit.	Scad. Den. Unit.
1MRA	4,61 24	1 mese	226	224	2,28	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
3MRA	4,61 24	3 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
6MRA	4,61 24	6 mesi	211	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
12MRA	4,61 24	12 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
18MRA	4,61 24	18 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
24MRA	4,61 24	24 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
30MRA	4,61 24	30 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
36MRA	4,61 24	36 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
42MRA	4,61 24	42 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
48MRA	4,61 24	48 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
54MRA	4,61 24	54 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
60MRA	4,61 24	60 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
66MRA	4,61 24	66 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
72MRA	4,61 24	72 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
78MRA	4,61 24	78 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
84MRA	4,61 24	84 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
90MRA	4,61 24	90 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
96MRA	4,61 24	96 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
102MRA	4,61 24	102 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
108MRA	4,61 24	108 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
114MRA	4,61 24	114 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
120MRA	4,61 24	120 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
126MRA	4,61 24	126 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
132MRA	4,61 24	132 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
138MRA	4,61 24	138 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
144MRA	4,61 24	144 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
150MRA	4,61 24	150 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
156MRA	4,61 24	156 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
162MRA	4,61 24	162 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
168MRA	4,61 24	168 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
174MRA	4,61 24	174 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
180MRA	4,61 24	180 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
186MRA	4,61 24	186 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
192MRA	4,61 24	192 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
198MRA	4,61 24	198 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
204MRA	4,61 24	204 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
210MRA	4,61 24	210 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
216MRA	4,61 24	216 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
222MRA	4,61 24	222 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
228MRA	4,61 24	228 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
234MRA	4,61 24	234 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
240MRA	4,61 24	240 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
246MRA	4,61 24	246 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
252MRA	4,61 24	252 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
258MRA	4,61 24	258 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
264MRA	4,61 24	264 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
270MRA	4,61 24	270 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
276MRA	4,61 24	276 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
282MRA	4,61 24	282 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
288MRA	4,61 24	288 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
294MRA	4,61 24	294 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
300MRA	4,61 24	300 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
306MRA	4,61 24	306 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
312MRA	4,61 24	312 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
318MRA	4,61 24	318 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
324MRA	4,61 24	324 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
330MRA	4,61 24	330 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
336MRA	4,61 24	336 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
342MRA	4,61 24	342 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
348MRA	4,61 24	348 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
354MRA	4,61 24	354 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
360MRA	4,61 24	360 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
366MRA	4,61 24	366 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
372MRA	4,61 24	372 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
378MRA	4,61 24	378 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
384MRA	4,61 24	384 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
390MRA	4,61 24	390 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
396MRA	4,61 24	396 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
402MRA	4,61 24	402 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
408MRA	4,61 24	408 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
414MRA	4,61 24	414 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
420MRA	4,61 24	420 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
426MRA	4,61 24	426 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
432MRA	4,61 24	432 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
438MRA	4,61 24	438 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
444MRA	4,61 24	444 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
450MRA	4,61 24	450 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
456MRA	4,61 24	456 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
462MRA	4,61 24	462 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
468MRA	4,61 24	468 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
474MRA	4,61 24	474 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
480MRA	4,61 24	480 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
486MRA	4,61 24	486 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
492MRA	4,61 24	492 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
498MRA	4,61 24	498 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
504MRA	4,61 24	504 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
510MRA	4,61 24	510 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
516MRA	4,61 24	516 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
522MRA	4,61 24	522 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
528MRA	4,61 24	528 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
534MRA	4,61 24	534 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
540MRA	4,61 24	540 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
546MRA	4,61 24	546 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
552MRA	4,61 24	552 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228	2,28	2,28	2,28
558MRA	4,61 24	558 mesi	210	214	2,32	2,01	3M	228			

Il LIBOR è rilevato per una fruttificazione convenzionale di 360 giorni, anziché 365 giorni.

Il LIBOR ha una forte diffusione ed utilizzo nelle piazze internazionali, in dipendenza del prestigio finanziario del mercato di Londra, ed i tassi rilevati si riferiscono a più monete internazionali e sono evidentemente diversi, in quanto incorporano il relativo rischio valuta.

Il Sole 24 Ore pubblica ogni giorno una tabella che rileva il tasso LIBOR per 6 valute e su quattro tipologie di scadenze temporali – O/N, settimanale, mese, anno – offrendo così un vasto panorama di prezzi di riferimento per la merce moneta.

Un altro tasso oggetto di rilevazione internazionale è il LIBID – London Interbank Bid Rate – che evidenzia il *tasso sui prestiti all'ingrosso fra banche*.

I tassi Interbancari internazionali costituiscono la *prima linea* sulla informazione del costo della moneta a breve termine.

Il tasso EURIBOR – *European Interbank Offered Rate* – ha una quotazione recente, dato che nasce in concomitanza alla unificazione monetaria nell'euro.

Le regole di determinazione e pubblicazione di questa serie di tassi sono fondate sul codice di autoregolamentazione e di condotta del 15 dicembre 1997, intervenuto fra federazione Bancaria Europea ed Associazione dei Mercati Finanziari, ed attiene sia alla raccolta delle informazioni (Banche nazionali ed estere che debbono indicare il tasso di offerta, nella valuta euro, per scadenze stabilite da una settimana ad 1 anno) sia ai criteri di elaborazione di tali dati e di pubblicazione.

Il protocollo di elaborazione e pubblicazione di questi tassi è elaborato in relazione alla loro funzione di parametro base per numerosi contratti di finanziamento; è diffuso in Italia il finanziamento a medio termine a tasso variabile il cui prezzo è determinato dalla somma del tasso base Euribor – generalmente a 6 mesi (componente variabile) – maggiorato di uno scarto (“spread”) che costituisce il mark-up della banca che effettua l'operazione al Cliente.

È chiaro che la pubblicazione delle variazioni di tasso Euribor ha diretta influenza su una serie corposa di contratti già stipulati (variazione di tassi), in corso di stipula, e sui derivati (swap), con i quali si effettuano scambi fra tassi variabili e tassi fissi.

In questo senso, già è utile osservare la tabella dei tassi per mutui pubblici che riporta la indicazione sia del tasso fisso su tre scadenze di mutuo sia la indicazione del tasso variabile come somma dell'Euribor

(in questo caso a 6 mesi) maggiorato dello spread (da 0,70 a 0,80). Già questa tabella costituisce un evidente benchmark di riferimento per coloro che intendono contrarre dei finanziamenti a medio termine: fornisce infatti il tasso massimo applicabile ad Enti Locali, sia come fisso che come variabile.

In nota si ha inoltre lo scarto in diminuzione per i tassi applicabili alle operazioni dove interviene lo Stato, per importi sino a 100 miliardi di euro.

Ancora sulla segnalazione di prezzi che interessa il breve termine, va evidenziato il tasso IRS – *Interest Rate Swap* –.

Il tasso IRS è un “tasso di scambio”, e cioè origina da un contratto col quale due contraenti si “scambiano” pagamenti periodici di interesse, calcolati su un capitale di riferimento detto “nozionale”, poiché non è un capitale effettivo prelevato od utilizzato fra i due contraenti; ciò per un periodo di tempo definito, pari alla scadenza del contratto medesimo.

Nella seriazione riportata in tabella si rileva la indicazione di un tasso di “conversione” fra un interesse a tasso fisso (1Y= un anno) ed un interesse a tasso variabile, riferito a scadenza semestrale (6M), con la indicazione di due quotazioni “denaro” (proposta) e “lettera” (offerta); la tabella indica tali tassi di conversione sino alla scadenza di 30 anni di fisso rispetto a 6M di variabile.

Le quotazioni sono delle medie di prezzi relativi a scambio con operatori istituzionali, come indica la “legenda”. In buona sostanza si tratta di un tasso integrativo di conversione con il quale, per un prestito da 1 Y a 30 Y viene quotato lo *spread* necessario a convertire l’ammontare di interessi a tasso fisso per quelle scadenze con una rata a tasso variabile fra 6M.

Teoricamente se per un prestito ad Y anni devo pagare un tasso del 5% , accettando di pagare un differenziale compreso fra la forbice del “2,40%-2,41%” potrei pagare un tasso variabile per quello che sarà la scadenza fra sei mesi; la mia convenienza sarebbe determinata dal fatto che fra 6M il tasso Euribor dovrebbe essere maggiore di $(5\% - 2,40\%) = 2,60\%$, il che corrisponde al tasso Euribor 6M di tabella – 2,212 - maggiorato di uno *spread* dello 0,40 quasi.

L’insieme delle indicazioni sinora sommariamente trattate ci consente di visualizzare una prima “panoramica” sul sistemi di tasso vigenti al momento: nell’esempio, le quotazioni erano riportate da una pagina del quotidiano SOLE 24ORE del 4 settembre 2003.

Esse sono, ovviamente, in permanente dinamica e di giorno in giorno l'operatore apprende i dati che gli sono utili per i calcoli di arbitraggio fra raccolta o impiego di fondi.

Con il blocco delle informazione sugli "swap" – che ci riserviamo di approfondire in prosieguo – abbiamo addirittura una percezione di "differenziale" e, quindi, una percezione del "rischio" che proviene dal mercato dei capitali, e si traduce in un costo maggiore o minore nello scambiare tassi fissi con tassi variabili e viceversa.

Per opportunità sistematiche di esposizione, rinviando l'esame sulla utilizzazione di tali strumenti alla fase di successiva analisi di rischio, e limitiamo la panoramica all'obiettivo di esaminare e comprendere, sommariamente, sia la dimensione che la dinamica dei tassi di interesse come viene esposta dai circuiti di pubblica informazione.

Teniamo tuttavia conto che la esplicitazione dei suddetti tassi su carta stampata *segue ed è posteriore* alla informazione, che è in tempo reale, che avviene su circuiti specializzati (quali il Reuters, Bloomberg, etc.).

* * *

I mercati dei tassi interbancari sono mercati *Over The Counter – OTC* – poiché adottano un sistema di contrattazione informale e non regolamentato, fondato su trattative dirette fra varie parti, localizzate nei mercati mondiali della finanza.

Le trattative avvengono sovente per telefono o per circuiti telematici, fra i quali leader il circuito Reuters, e sono fondate su un *agreement* di massima affidabilità fra i partecipanti al circuito. I contratti sono stipulati generalmente sulla parola e con uso del telefono o strumenti simili, pertanto la credibilità reciproca delle Parti deve essere massima e gli stessi Operatori sono un gruppo ristretto che talora si ritrova nel circuito del *Forex Club*.

Non hanno una sorveglianza regolamentata, ma è forte il rispetto delle regole, ogni infrazione si traduce infatti nella esclusione del soggetto dal circuito, con danni gravissimi di credibilità e perdita della "finestra commerciale".

Nei mercati interbancari operano:

- *market makers e market users*;
- *brokers*.

I *makers* ed *users* differiscono per la qualità degli oneri che si addossano e che sono il fondamento della loro classificazione e valenza sull'internazionale: gli *users* sono semplici utenti, per le proprie eccedenze di liquidità o fabbisogni di tesoreria.

Essi fruiscono del mercato con una intensità variabile ed in funzione delle regole di prezzo dettate dai *makers*.

I *makers* sono gli attori del mercato, in quanto hanno il dovere – non regolamentato – di essere costantemente attivi e cioè mantenere le linee aperte per dichiarare:

– “bid rate”: e cioè il “tasso denaro” al quale si è disponibili ad acquistare capitali in deposito;

– “offer rate”: e cioè il “tasso lettera” al quale si è disponibili a prestare l'uso di depositi di capitale.

L'obbligo dei *market makers* è atipico, in quanto è un obbligo a “dichiarare” e non a prestare e, quindi, il *tasso-lettera* fornito è una indicazione e non una proposta contrattuale.

La funzione di *market makers* è strettamente collegata alla visibilità del soggetto finanziario, non è riconosciuta in forza di alcun contratto o regolamento ma è la definizione sostanziale della presenza attiva del “produttore” di prezzi fattibili e, quindi, un riconoscimento di autorevolezza e capacità/disponibilità ad essere parte di negoziati internazionali di depositi interbancari.

I *brokers* hanno invece una funzione di pura assistenza alla intermediazione di fondi e, quindi, il loro prestigio e valore è strettamente collegato alla loro concreta possibilità di guidare prenditori ad acquisire, al meglio, fondi dal mercato internazionale.

* * *

La breve sintesi illustrativa di meccanismi ed attori nel mercato internazionale dei depositi va tralasciata in ragione degli interessi che muovono l'operatore finanziario d'azienda.

Va tralasciata in relazione alla sua professionalità nell'essere corretto conoscitore e valutatore di indicatori di prezzi e tempi d'utilizzo dei capitali, che sono costantemente segnalati in circuito.

Deve quindi conoscere che i **tassi**, e cioè i prezzi della merce che allo stesso interessano, sono:

– tassi ricavati da *indicazioni*, fornite da gruppi prelezionati di banche, ritenute “*reference banks*” poiché “*visibilmente*” attive sul mercato;

– tassi ricavati dalla *media semplice* di ventagli di tassi base, rilevati ogni giorno ed a una ora, stabilita da consuetudine radicata nel tempo e ormai accettata dalle Associazioni che effettuano la rilevazione;

– i tassi sono normalmente *tassi lettera*, e sono determinati adottando la formula di media semplice, senza riferimento, quindi, alla dimensione dei fondi che sono stati trattati a quel tasso (va detto tuttavia che il correttivo è stabilito dal fatto che i tassi rilevati e mediati devono riferirsi a trattazioni di fondi non inferiori a determinati ammontare: per esempio non inferiori a 2,5 milioni di euro per il tasso EURIBOR);

– i tassi sono riferiti non solo a transazioni su fondi di ammontare discreto, ma anche per clientela di primario *standing creditizio*;

– è previsto che l'ente che si occupa del calcolo delle medie possa scartare i dati "estremi" di tasso, ritenuti anomali per raffigurare la media e la tendenza delle trattative.

Ad esempio, il LIBOR è una determinazione di tasso che viene realizzata giornalmente dalla British Bankers Association (BBA) e che oggi riguarda un paniere di sette monete: dollaro Australia, dollaro Canada, dollaro USA, Euro, Franco Svizzera, sterlina GB e yen Giappone.

La transazione, cui si riferisce il tasso da mediare, deve essere non garantita, neanche assicurativamente, deve essere negoziata sul mercato finanziario di Londra e con valuta dei fondi "spot", ovvero due giorni dopo il contratto.

Il BBA chiede la rilevazione dei tassi alle Reference Bank che sono costituite da un panel di aziende bancarie di riconosciuto prestigio sul mercato di Londra; il panel di banche cambia non solo per volontà BBA ma anche per effetto di accorpamenti, fusioni ed altri eventi che coinvolgono le aziende scelte.

La comunicazione per il LIBOR avviene per i tassi rilevati dalle 11 alle 11.10 di ogni giorno lavorativo sulla piazza di Londra e la BBA ricava la media semplice dopo aver scartato gli "estremi": in pratica il dato emerge dai due quartili intermedi nell'ordinamento dei tassi per valori dal più alto al più basso.

Il LIBOR è comunicato ai mercati finanziari alle 11,30 anche sui circuiti telematici di maggior diffusione e prestigio quali il Reuter, il Datastream, il Bloomberg.

L'EURIBOR è rilevato e diffuso sotto la responsabilità della European Banking Federation e l'Association Cambiste Internazionale.

Anche per questo tasso è effettuata una raccolta di dati, assai capillare, poiché coinvolge mediamente un gruppo di 64 *Reference Banks*, e per tassi di prestiti *non garantiti e spot*.

Le rilevazioni sono attualmente effettuate fra le ore 10,30 e 10,45 e trasmesse sul circuito Bridge Telerate.

Il sistema di affidabilità del dato scaturisce dalla eliminazione del 30% dei tassi segnalati e per i due estremi minimi e massimi della distribuzione.

Il dato entra in circuito, attualmente, alle ore 11 attraverso i *providers* maggiori.

1.5 Il mercato monetario “al dettaglio”: valore informativo

Nel precedente paragrafo sono stati indicati, e sommariamente illustrati, una serie di tassi, rilevati sul mercato nel quale operano gli *intermediari professionali*. La utilità di tale esame è direttamente collegata al forte valore di segnale dei tassi primari, ma anche al fatto che tali tassi (veggasi EURIBOR 6M e talvolta IRS) sono diventati la componente del “prezzo” che l’operatore professionale prende a base per il negoziato di finanziamenti agli utilizzatori.

Poiché la formazione di tali tassi (prezzi), della *materia prima denaro*, è rilevata nell’ambito del circuito degli Operatori, essa assume la funzione di un segnale che proviene dal mercato all’ingrosso, e quindi ha la autorevolezza, ed il valore di “tendenza”, che a tale segnale si può attribuire.

Al “dettaglio”, e cioè a livello di prezzo per il “consumatore-utilizzatore” abbiamo un altro forte indicatore, che è preso sovente a base per le trattative di finanziamento e per le verifiche di convenienza: il tasso “Prime Rate”.

Il tasso prime rate è normalmente indicato come il tasso che le banche, mediamente, praticano alla clientela maggiormente affidabile, sia in termini di solidità patrimoniale che di pronta liquidità. È un tasso a breve termine e non finalizzato ad una specifica operazione di impiego da parte della clientela, è quindi generalmente un tasso per “*fidi di cassa*”. È un tasso che riguarda affidamenti non garantiti neanche assicurativamente.

La misura del prime rate può oggi essere stabilita liberamente da ciascun Istituto di Credito (*Prime Rate di Istituto*);

L'ABI, ogni 15 giorni, effettua una rilevazione del *prime rate di Istituto* per i maggiori Istituti di credito bancario e pubblica la media, normalmente con la indicazione del livello del prime rate negli ultimi tre mesi: sia ha quindi una misura del tasso al momento, nonché della evoluzione di tale tasso nel breve passato.

Nella tabella, riportata al paragrafo precedente, si evidenzia la indicazione di un decremento di 125 *basis point* (da 7,250% a 7,125%), intervenuta fra il 15 giugno 2003 e il 30 giugno 2003, e la indicazione della stabilità del tasso per i successivi periodi.

Il tasso *Prime Rate* è direttamente influenzato dalle variazioni del tasso di sconto e del tasso di intervento della BCE che, a sua volta, è sensibile alle misure e variazioni dei tassi internazionali: nella tabella del 4 settembre il *tasso di intervento* della BCE è del 2% per i 12 Paesi membri; i due grossi mercati finanziari di paragone rilevano invece un tasso dello 0,10% (di sconto) del Giappone e dell' 1% (di intervento) degli USA.

Il tasso della BCE è la media semplice dei due tassi: di "rifinanziamento" (3%) e di "deposito" (1%), che sono segnalati contemporaneamente nella tabella citata.

Il prime rate diviene quindi il *tasso di benchmark a breve termine*, cui normalmente si fa riferimento nelle trattative con la banca finanziatrice, per misurare lo *spread* rispetto a questo parametro.

Va detto, a questo punto, che l'operatore finanziario aziendale deve aver ben chiaro che il prezzo del denaro a breve termine – quello normalmente trattato per i fidi per cassa – ha una molteplicità di addenda:

a) la *commissione sul massimo scoperto*, in genere trimestrale, il cui prelievo sul massimo di attingimento per valuta diviene una maggiorazione secca trimestrale del tasso corrente negoziato.

b) i *giorni valuta*; e cioè l'accordo negoziale attinente la valuta delle operazioni per i vari movimenti di deposito e prelievo sul conto.

c) le *spese di funzionamento del rapporto*, sul quale si è accesa una serrata competizione fra Banche, in quanto dette spese sono progressivamente diventate una componente significativa del costo del rapporto finanziario, e ciò in assenza di una effettiva natura di costo del finanziamento.

d) i *costi di istruttoria e rinnovo affidamento*: addebiti per la revisione periodica – in genere annuale – dell'affidamento nelle diver-

se forme tecniche ed i costi addebitati per ogni variazione di affidamento.

La articolazione del prezzo del denaro ha reso necessario stabilire normativamente anche la definizione del Top Rate, e cioè del tasso oltre il quale – in assenza di specifiche condizioni di sofferenza del Cliente – si verte in tema di illecito.

Per il credito al consumo, particolare forma di erogazione che interessa direttamente l'acquirente finale che utilizza una speciale forma di dilazione del pagamento - anche poliennale -, si è reso necessario stabilire legislativamente (Dlgs n.ro 385/1993 art. 121-126) la identificazione del TAEG in contrapposizione al TAN, e cioè la misura del Tasso Effettivo rispetto al Tasso Nominale, dichiarato dalla parte venditrice del bene o servizio, che può essere oggetto di acquisto rateato.

Anche per il rapporto di conto affidato può essere utile calcolare il TAEG, seppure tale calcolo va normalmente sviluppato a consuntivo, non essendo sovente note le dimensioni e le valute di utilizzi e, quindi, le dimensioni degli addebiti per le varie voci di costo contrattuale.

Ad esempio, la misura dell'addebito delle "commissioni di massimo scoperto" può modificare significativamente il costo di utilizzo della risorsa finanziaria e, quindi, influenzare scelte di investimenti e/o di reperimento fondi.

Va, per inciso, rilevato che il prospetto del 4.9.2003 marca un "differenziale" di circa $(7,125\% - 2,212\%) = 4,913$ punti fra il tasso base "interbancario" ed il tasso base Prime rate al dettaglio, privo di costi accessori.

Fa riflettere un differenziale così ampio, che misurerebbe un *mark - up* di circa il 222% rispetto al costo all'ingrosso della materia prima "denaro".

La riflessione è opportuna, per comprendere come possa essere ampio il ventaglio di trattativa per l'acquisizione di fondi necessari all'azienda, partendo da un *ricarico* così corposo fra linea "ingrosso" e linea "dettaglio" dello stesso prodotto.

Il tasso prime rate è un *tasso-segnale*, che coinvolge operazioni a breve e su clientela di primo "rating" e contribuisce alla conoscenza del mercato da parte di chi si appresta, o normalmente utilizza, la "materia" denaro.

Insieme a tale tasso-indice, un contributo di approfondimento è dato da altri strumenti finanziari emessi dalle imprese: *accettazioni ban-*

carie, polizze di credito commerciale e cambiali finanziarie, che sono stati progressivamente regolamentati dopo le innovative esperienze maturate su piazze estere.

Questi prodotti hanno una scadenza ordinariamente inferiore a 12 mesi e danno quindi una indicazione sul costo finanziario nel breve termine.

Sul mercato finanziario sono scambiati altri prodotti che hanno scadenza inferiore ai 12 mesi.

Gli attori di questo mercato, anch'esso prevalentemente "secondario", sono le imprese, le istituzioni creditizie e finanziarie, il settore pubblico e l'operatore famiglie attraverso gli intermediari finanziari.

1.6 Le previsioni di variazione del costo del denaro: la informazione

L'attività finanziaria è una attività proiettata al futuro: essa infatti media lo stock di capitali dell'oggi con lo stock di capitale necessario per il domani, accertando se il differenziale di stock (interesse d'uso) è corretto sia per il prenditore che per il proprietario.

È quindi normale che la maggior attenzione sia riversata sulla previsione della *curva dei tassi*, e lo sforzo dell'analista finanziario sia concentrato su tali previsioni e sui "fondamentali" che ne possono provare la attendibilità (tasso di inflazione, PIL, livello di sviluppo, etc.).



La curva dei tassi esprime graficamente, normalmente sulla valuta domestica (euro per la CEE), la rilevazione dei rendimenti di titoli di Stato Sovrano con il migliore rating e per la durata da una settimana a 30 anni. I Titoli indicati nella tabella “curva dei tassi” si riferisce a rendimenti dei T-bills per area dollaro e delle euroobbligazioni per area euro, di durata pari a quella indicata sull’asse delle ordinate.

La maggiore o minore accentuazione della curva di crescita indica la propensione a preferire la liquidità, con la conseguenza che il maggior tempo di dilazione ha un costo progressivamente maggiore.

Ben vero, la curva dei tassi è anche influenzata dalle aspettative di inflazione, poiché trattasi di una rilevazione che attiene tassi nominali non deflazionati ed incorpora quindi anche il costo di tale elemento fondamentale.

È una curva disegnata per il mercato dell’ingrosso, ma ha valore segnaletico per il mercato al dettaglio dell’utilizzatore finale.

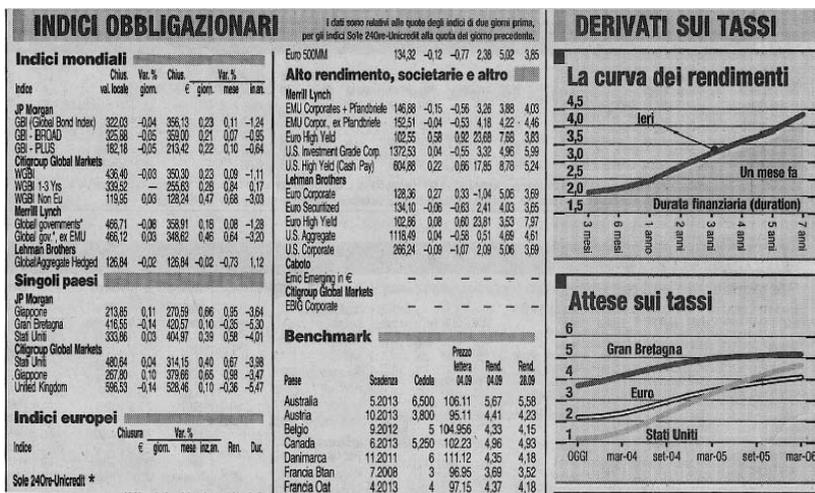
Nell’attuale momento, dato che la tabella attiene ad una rilevazione del 14 ottobre 2003, la curva dei tassi tende a ben disegnare la aspettativa di remunerazione in “reale” del capitale, poiché l’area euro ha abbandonato da tempo aspettative di inflazione forte.

Il grafico evidenzia il parallelo con la curva dei tassi per l’area dollaro: significativo il coerente parallelo fra *area euro* e *area dollaro* sino ad una attesa di quasi due anni, per poi progressivamente unificarsi in una stessa misura di tasso, sul limite dei 10 anni, e divergere nel periodo 10 - 30 anni.

La “curva” dei tassi dovrebbe sottendere le previsioni circa l’andamento del ciclo economico delle aree, rappresentando così la progressiva “tensione” sul livello di tasso di rendimento in ragione della progressiva accelerazione di crescita delle aree economiche.

Nella tabella, la previsione macro che emerge dalla curva dei tassi indica una partenza a sei mesi delle due aree con una netta accelerazione dell’area USA. La maggiore velocità dell’area USA determina una riduzione dello “spread” fra le due valute a 40 punti – base al 5° anno ed un “sorpasso” dal 10° anno.

Il grafico dei rendimenti e degli spread va controllato con altro grafico che esprime le “attese” in ordine alla evoluzione dei *tassi di rendimento* degli strumenti finanziari:



La curva dei rendimenti è una elaborazione delle “duration” riguardanti titoli di Stato. La duration, che esamineremo meglio nei prossimi paragrafi, è un indice sintetico che riunisce in un solo dato di “tempo” il diverso rendimento del titolo obbligazionario in ragione della durata residua e della variazione dei tassi sul mercato obbligazionario. Il raffronto fra la duration del giorno dei titoli e la duration dei medesimi titoli di un mese addietro evidenzia, laddove esiste, lo “spostamento” del rendimento del momento rispetto a quelli assicurati dai titoli obbligazionari in precedenza. A parità di durata contrattuale del titolo, l’abbreviarsi della duration – quindi l’abbassamento della curva – segnala un miglioramento dei rendimenti.

La curva delle “Attese sui tassi” è costruita elaborando i prezzi dei futures sui tassi a breve termine. Il grafico pone in rapporto le attese sui tassi Euro, USA e Gran Bretagna, oggi piazze finanziariamente forti e significative.

Gli strumenti finanziari di arbitraggio futures indicano le previsioni degli operatori sugli andamenti di tasso e, quindi, manifestano il “sentiment” di mercato e l’azione di arbitraggio in rapporto ai cambi delle tre valute.

Per l’area dollaro è prevista una crescita dei tassi forse come conseguenza della ripresa del ciclo economico, ed è una tendenza che il mercato mostra più marcata rispetto a quella dell’area Euro e della stessa area sterlina.

Laddove si manifesti un convincimento diffuso di mercato verso questa direzione, la conseguenza è l'accrescimento del costo dei "derivati" e cioè il maggior onere che un utilizzatore deve pagare per scambiare un tasso variabile in un tasso fisso.

Il mercato, infatti, prevede una crescita dei tassi ed una spinta al rialzo dei costi finanziari contrattati sul "variabile" e chiede un premio maggiore per "congelare" il variabile con un tasso fisso. Il finanziatore ritiene che offrire un tasso fisso acquistando un tasso variabile sia più rischioso quando si manifestino, a breve, opinioni di crescita del costo del denaro, e chiede un "premio" più corposo.

In generale, e ciò vale anche per spiegare le date trimestrali di rilevazione delle previsioni, il mercato manifesta grande attenzione al comportamento delle Banche Centrali, in questo caso Federale Riserve e BCE, aspettando e tentando di prevedere se esistono indirizzi di variazione nel tasso di intervento federale.

In sintesi, l'attenzione da prestare alla indicazione che proviene dai precedenti dati e grafici è di assoluta rilevanza non solo per gli effetti sui business plan in progetto, sulle decisioni da adottare circa la scelta dei tassi e la scelta di eventuali derivati, ma in genere per stimare eventuali interventi anche nei listini dei prezzi dei beni e servizi prodotti, che ovviamente incorporano quote di costi finanziari.

1.7 *Il mercato Finanziario e Mobiliare*

Il *mercato finanziario* è, in Italia, un mercato regolamentato e comprende sia le transazioni di finanziamento a medio e lungo termine (comunque superiori a 18 mesi), sia il mercato di negoziazione dei capitali di rischio.

Altrettanto regolamentato è il *mercato mobiliare*, che accoglie le transazioni che sono condotte nella Borsa valori, al Mercato ristretto ed al Terzo mercato.

I prodotti sono certamente più variegati, poiché comprendono anche i titoli azionari ed i "derivati" e, pertanto, introducono rilevazioni di prezzi che sono maggiormente influenzati dal "rischio" e non solo dal valore finanziario del "tempo".

Il mercato finanziario è una postazione fondamentale nella commercializzazione della merce denaro: le sue movimentazioni ed i suoi scambi trattano i molteplici prodotti finanziari "rimborsabili" (obbli-

gazioni), i molteplici prodotti finanziari di investimento di rischio (azioni), i molteplici prodotti finanziari “derivati” dai due principali ed una altrettanto interessante serie di strumenti di raccolta e di offerta.

Il mercato finanziario si avvale di strumenti fortemente telematizzati e la sua evoluzione consente di ottenere giornalmente prezzi ed incroci di rischi, che guidano l’operatore sulle aspettative dei produttori e degli utilizzatori di capitale.

Ovvie le connessioni con le indicazioni che provengono dal breve (monetario) in merito a tassi e tendenza di essi, talché taluni prezzi (tassi) dell’obbligazionario – e quindi dei derivati per indiretta connessione – sono ancorati a dati assoluti o dati medi di tassi a breve sul monetario (ad esempio: interesse pari a LIBOR più un *y* di “*spread*”).

Forte la presenza di prenditori Istituzioni, specie da recente, con il riconoscimento dell’autonoma capacità di negoziazione di debito per Enti locali (Province, Regioni, Comuni, Enti pubblici etc.) a sua volta direttamente influenzata dalla delega di esercizi di funzioni e, quindi, di tariffazione o prelievo para tributario o tributario, per tali servizi delegati.

La presenza del settore pubblico ha portato nel tempo alla affermazione di prodotti quali i BOT in Italia, i T-Bills in USA ed i BTF in Francia.

In Italia, stanno conoscendo ampia affermazione anche le emissioni dei Comuni (B.O.C.) delle Province (B.O.P.) e delle Regioni (B.O.R.), che hanno caratteristiche non discoste dai titoli dello Stato.

Interessante, ai fini dell’osservazione dall’angolazione d’impresa, è la massa di informazioni che proviene dalla strutturazione del mercato finanziario.

I meccanismi di collocamento di detti titoli sono volti a mettere in competizione i richiedenti, temperando tale obiettivo con quello di massimizzare la collocazione del prestito.

Le metodologie maggiormente utilizzate sono pertanto:

– *asta marginale*: i sottoscrittori si obbligano, partecipando, ad accettare il prezzo del titolo iscritto nell’ultima domanda accolta, anche con attribuzione pro-quota laddove più soggetti offrano lo stesso prezzo ma per quantitativi diversi;

– *asta competitiva*, i sottoscrittori si obbligano a acquistare i titoli al prezzo offerto per ciascun lotto o quantitativo domandato, all’interno del quantitativo complessivamente offerto dall’emittente.

Dal mercato primario dei *market makers*, i titoli sono riversati sul mercato secondario, dove danno vita a intensi scambi giornalieri, con-

sentendo così il costante aggiornamento sulle aspettative degli investitori su titoli a ridotta rischiosità ed influenzando intuitivamente il sistema dei prezzi (tassi) dei mercati a maggior dimensione di rischio.

La qualità dell'informazione è certamente migliorata con l'affermarsi dei circuiti telematico di trattazione:

- M.T.S.: mercato all'ingrosso dei Titoli di Stato,
- M.O.T.: mercato al dettaglio dei Titoli di Stato,
- M.I.F.: mercato italiano dei "future" e cioè dei "derivati" legati ai primi due.

Il mercato all'ingrosso dei Titoli di Stato - MTS - è nato nel 1988 con obiettivo di incrementare l'efficienza e diminuire i costi del collocamento da parte del Tesoro.

Vi operano i *Primary Dealers* (operatori principali), che sono costituiti da Banche e SIM italiane ed estere, che hanno obbligo di acquistare quantitativi percentualizzati al volume di offerta delle aste; sono quindi operatori accreditati per operazioni di grandi importi.

Gli *Specialists* hanno impegni più stringenti o meno stringenti rispetto ai Primary, in termini di gestione delle operazioni sul mercato secondario, quantitativi compravenduti, obblighi informativi, patrimonio netto e competitività negli spread richiesti ed offerti.

IL SOLE-24 ORE										MERCATI C										
MTS - Mercato all'ingrosso dei Titoli di Stato										MOT - TITOLI DI STATO										
Certificati credito Tesoro										Certificati credito Tesoro										
047 1.150.000 0,16	FR000007608	1000119	1000119	1000119	1000119	1000119	1000119	1000119	1000119	1000119	047 1.150.000 0,16	FR000007608	1000119	1000119	1000119	1000119	1000119	1000119	1000119	1000119

Gli altri operatori – *Dealers* – possono trattare sul mercato solo applicando le proposte formulate da *Specialists* e *Primary* .

La qualifica si conquista in ragione dell’ impegno a svolgere un determinato volume minimo di compravendite sul mercato, ed a mantenere quotazioni competitive in termini di spread.

Le informazioni offerte dai sistemi specializzati riportano ogni giorno prezzi medi ponderati dei due giorni precedenti, il prezzo minimo e massimo del giorno precedente ed i quantitativi trattati.

In Italia, il mercato più significativo in termini di informazione è certamente il MOT, il *Mercato Telematico dei Titoli di Stato e delle Obbligazioni*, mercato al dettaglio.

Il MOT dà una informativa di sintesi, maggiormente articolata dell’ MTS, su diversi prodotti obbligazionari, e diviene così un ampio *benchmark* del rendimento sul fisso.

Le tabelle informative danno le indicazioni di:

– codice Isin, che contiene anche la sigla dello Stato nel quale il titolo è stato emesso ed è la “targa di riconoscimento” del prodotto sino alla sua estinzione con rimborso;

– la *data di godimento* indica il giorno di stacco della cedola o di pagamento degli interessi; si ricorda che la determinazione degli interessi può essere a parametro fisso o variabile;

– la *data di scadenza* e, per i Cct, lo *spread* eventuale sui Bot e la esistenza della clausola “*call*” (rimborso anticipato) mediante asterisco *;

– a fianco di ciascun titolo, codici ed abbreviazioni particolari indicano se esso è *indicizzato* nella cedola, nel capitale, e quale sia il parametro di indicizzazione;

– nella tabella viene indicato il *rendimento lordo effettivo*, al lordo o al netto della imposizione fiscale vigente in Italia per il “*net-tista*”;

– il rendimento effettivo lordo è frutto di un calcolo prospettico che attualizza il rendimento anche del reinvestimento della(e) cedola(e), percepite e inglobate nel calcolo; sovente le indicizzazioni future non consentono che tale dato sia certo, ma danno una tendenza in base ai parametri noti.

Un parametro interessante nella valutazione dei titoli commerciati è la “*duration*”.

Tale parametro, che riprenderemo in prosieguo per verificarne la utilizzabilità ai fini dei calcoli di rischio, indica una scadenza futura che

è frutto della media del valore attuale della cedola e del valore attuale del capitale, calcolati all'oggi.

In buona sintesi, la *duration* esprime in numero di anni e giorni la *durata finanziaria* del titolo. Il meccanismo di calcolo si aggancia a due elementi essenziali:

- la molteplicità di cedole sul peso finanziario complessivo dei flussi di ritorno del titolo (cedole più capitale).

- il raffronto fra prezzo fatto (il tasso e/o il valore di acquisizione del titolo), rispetto ai tassi fattibili e cioè rispetto alla variazione dei tassi di mercato.

In pratica, al codice *Isin* IT 0003521835 Bot scad. 15.9.94 abbiamo una *duration* di 0,338 anno, e cioè di giorni 123,37, mentre il titolo ha una durata fisica di giorni 345, poiché la rilevazione è fatta il 10 ottobre 2003 e la scadenza è il 15 settembre 2004.

La minor durata finanziaria rispetto alla durata fisica è determinata da un rendimento differenziale maggiore, rispetto ai tassi di interesse correnti sul mercato dell'oggi.

Il maggior rendimento differenziale determina una minor *duration* finanziaria, e viceversa.

Un titolo a lunga "*duration*" ha un *rischio elevato*, poiché il suo costo negoziato oscillerà nel tempo e per un tempo lungo rispetto ad un titolo con minore *duration*.

Un titolo con minore "*duration*" ha flussi di incasso (cedole maturate pro tempore) che ne fissano la certezza del ricavato man mano che se ne determina l'incasso, diminuendo così la esposizione al rischio di oscillazione dei tassi di rendimento del mercato.

La tabella titoli indica anche la "*volatilità*" del titolo e cioè la percentuale di variazione del prezzo a corso "tel quel" rispetto a variazioni di rendimenti effettivi pari ad un punto percentuale.

Infine, un breve cenno ai prodotti trattati sul MOT – Titoli di Stato ed Obbligazioni.

I Titoli di Stato sono costituiti da:

- titoli senza cedola: Bot e Ctz (certificato Tesoro a tasso zero).

- titoli con cedola: Btp, Cct e titoli a cedola indicizzata.

Buoni Ordinari del Tesoro – Bot - sono titoli sul breve (3, 6 e 12 mesi), privi di cedola ed il cui prezzo è dato dal "*corso tel quel*" rilevato dalla informazione specializzata: è un classico prodotto "*zero coupon*".

Il suo valore è dato dal prezzo di emissione, rettificato dal tempo che trascorre e che determina la maggior vicinanza alla scadenza ed all'incasso: l'interesse è quindi incorporato nella variazione di corso. Tuttavia, la variazione del corso non necessariamente porta alla costante crescita del prezzo: emissioni successive di titoli a maggior rendimento (quindi a prezzo di emissione inferiore) portano all'automatico deprezzamento dei precedenti titoli a minor rendimento, e quindi il corso di essi diminuisce anziché incrementare.

Per questo motivo la tabella del MOT riporta le quotazioni precedenti, i minimi ed i massimi delle quotazioni nel periodo di vita e la "duration" e volatilità del titolo; il rendimento è inoltre esposto al lordo ed al netto della ritenuta d'imposta per ovvie ragioni laddove acquirenti siano soggetti imprese o persone fisiche risparmiatori finali (*lordisti* o *nettisti* in gergo).

Certificati del Tesoro zero coupon – Ctz – sono analoghi al Bot ma con una durata fisica fra 18 e 24 mesi.

Entrambi i prodotti hanno avuto ed hanno un buon mercato poiché semplici e diretti nella percezione del loro rendimento.

Buoni del Tesoro Poliennali – Btp; e Certificati di Credito del Tesoro – Cct; sono titoli a scadenza poliennale e, rispettivamente, a cedola fissa ed a cedola variabile.

Il Cct introduce quindi un elemento di variabilità, collegato in genere all'asta semestrale dei Bot la cui risultanza di rendimento aggiorna il rendimento della cedola successiva del Cct.

Entrambi i prodotti hanno quindi una caratteristica di progressiva "incertezza" nel rendimento, che ne determina l'appetibilità ogni volta che il risparmiatore od il tesoriere investitore formulano previsioni diverse circa la evoluzione del mondo dei rendimenti nel "fisso".

Insieme a questi prodotti, sul mercato vengono trattati svariati altri titoli nazionali ed internazionali, a tasso fisso e variabile, che completano le esigenze di investimento del proprietario di liquidità.

Per questi prodotti si innesta una informazione, la cui esplicitazione verrà in prosieguo, e pertinente alla classificazione di *Rating*, normalmente data da MOODY's o Standard & Poor.

In merito alla classificazione da "rating", oggi essenziale per la qualità ed il prezzo del titolo, si ritiene opportuno esaminare la tabella che segue:

Le classi di rating

Investment grade	S&P	Moody's
Titoli di prima qualità: altamente sicuri (Gilt edge - highly safe)	Aaa	Aaa
	aa+	Aa1
Categoria molto elevata - molto sicuri (Very high grade - very safe)	aa	Aa2
	aa-	Aa3
	a+	A1
Categoria di fascia medio alta (Upper medium grade)	a	A2
	a-	A3
	bb+	Baa1
Categoria di fascia medio bassa - titoli piuttosto speculativi (Lower medium grade - quite speculative)	bb	Baa2
	bb-	Baa3
Non investment grade	S&P	Moody's
Categoria bassa - titoli speculativi (Low grade - speculative)	bb+	Ba1
	bb	Ba2
	bb-	Ba3
	b+	Ba3
Titoli molto speculativi (Very speculative)	b	B2
	b-	B3
Titoli altamente speculativi (Highly speculative)	ccc+	
In condizioni difficili - rischiosi (In poor standing - risky)	ccc	Ca
	ccc-	
Possibilità di fallimento del debitore - molto rischiosi (Possibility of being in default - very risky)	cc	Ca
Estremamente rischiosi (Extremely risky)	c	C

Nella tabella sono riportate le classificazioni di MOODY's e Standard & Poor, poste in parallelo di simbologia, con una sintetica indicazione del significato della attribuzione di rating. Altra società di rating è FITCH.

La *classe di rating* introduce un elemento di valutazione di rischio prospettico che influenza il rendimento offerto dalla obbligazione, sicché sta all'investitore apprezzare il miglior rapporto fra rischio accettabile e rendimento richiesto.

L'insieme dei rendimenti espressi concorre a formare medie ed aspettative di mercato sul fisso e costituisce il formidabile "benchmark" per le emissioni mobiliari.

Un cenno meritano i titoli che si sono affermati per la loro caratterizzazione di maggior "rischio", e cioè le cosiddette *obbligazioni strutturate*:

- REVERSE FLOATER;
- EQUITY LINKED;
- INDEX LINKED.

REVERSE FLOATER												
Date godim.	Titolo Spread Tipo Ind.	Codice Isin	Cedola In corso	Rateo	Imposta sostit.	Prezzo ufficiale 17.10	Prezzo ufficiale 16.10	Rel (1) m. g. %	Rel. %	Duration (in gg)	Cedola min/max (mig)	Quant. € (mil)
05-02	Bei 98-13 C #/v	IT0006521138	6.50	4,81233	0,57654	106,83	107,14	0,96	4,56	8,51	3,00/8,50	56
20-11	Bei 98-18 C St. fix. #/v	IT0006525932	4.50	4,14247	0,51781	100,69	100,58	-0,02	4,22	14,43		108
16-09	Centrob. 98-14 C #/v Lib 12m	IT0001257333	5.25	0,51639	0,06455	100,41	100,37	1,73	4,80	10,13	3,00/5,25	355
13-10	Centrob. 98-15 C #/v Lib 12m	IT0001261186	9.96	0,24492	0,03682	105,35	105,27	0,37	5,02	10,94		430
20-10	Centrob. 98-18 C #/v Lib 12m	IT0001267381	4.50	0,02459	0,00307	91,11	90,92	2,43	4,79	12,21	-5,50	187
18-12	Credico 98-13 C #/v 12	IT0001262299	4.25	3,59630	0,44929	98,49	96,34	3,54	3,92	8,30	2,00-	419
15-10	Credico 98-18 C #/v 10	IT0001264792	5.50	0,10519	0,01315	93,92	94,53	0,76	4,83	14,17	-6,50	648
27-11	Credico 98-18 C #/v 11	IT0001277406	4.50	4,06616	0,50702	90,50	90,68	1,38	5,26	13,12	-6,50	31
29-01	Credico 98-18 C #/v 1	IT0001303356	4.50	3,27945	0,40393	84,99	85,83	1,56	5,09	13,80	-6,50	84
20-11	Eilbanca 98-08 C #/v	IT0001277346	3.98	3,68378	0,45797	100,06	100,10	3,02	3,02	0,07	3,00-	120
08-02	Eilbanca 98-08 C #/v *	IT0001306046	4.88	3,41988	0,42749	101,55	102,50	-0,57	3,16	2,25		26
18-02	Eilbanca 98-13 C #/v	IT0001203295	6.50	4,38082	0,54760	105,60	105,36	1,54	4,80	8,17	2,00/8,50	9
13-10	Eilbanca 98-14 C #/v *	IT0001265807	4.50	0,11066	0,01383	99,46	99,60	1,34	4,53	9,78		320
26-10	Fineco 98-16 C #/v *	IT0001263083	5.00	4,94521	0,61815	100,75	100,82	0,75	4,95	11,31		106
06-11	Isad 98-18 Capped	IT0006525742	4.50	4,31507	0,53938	93,65	93,57	0,45	4,93	14,35	-6,50	178
14-12	Isad 98-18 Coup. Reset	IT0006526302	4.50	3,73229	0,46541	83,14	84,32	-	-	-		183
02-10	Interbanca 98-13 351 *	IT0001261012	6.60	0,36066	0,04508	100,43	100,60	0,59	4,26	9,51		591
16-02	Interbanca 99-21 Coup. Reset	IT0001304016	5.00	3,39726	0,42466	78,31	78,31	-	-	-		-
06-10	Mediob. 98-18 C #/v *	IT0001261633	10.18	0,44503	0,05583	105,15	105,06	0,31	4,66	13,61		572
03-12#	Mediob. C. 98-18 F. Top Side	IT0001278404	4.50	3,98219	0,49777	93,05	93,15	-	-	-		98
20-01	Mediob. Lomb. 98-08 C #/v	IT0001194726	6.50	4,89726	0,61216	105,80	105,80	1,08	4,81	3,93	3/8,50	25
06-11	Mediob. Lomb. 98-18 75 C #/v	IT0001271648	4.50	4,31507	0,53938	90,06	90,16	2,57	5,26	11,83	-6,50	483
18-02	Mediob. Lomb. 99-19 3 C #/v	IT0001307286	4.00	2,69569	0,33699	83,95	83,67	2,90	4,82	12,09	-6,50	296

In collaborazione con Banca Intesa - Studi e Ricerche

Le reverse floater sono obbligazioni a lunga scadenza (in genere maggiore di 10 anni) la cui principale caratteristica è:

a) *fixed reverse floater*: offerta di una cedola (la prima) più alta delle successive; la prima cedola è normalmente più alta rispetto al benchmark e le altre si presentano “*step-down*” (decrescenti) per alcuni anni, con una conversione in “*reverse*”. Il *reverse* è in genere una clausola di indicizzazione o di determinazione del tasso della cedola n-esima, fondata su un altro tasso a breve termine; ad esempio di può stabilire nel prestito che il “*reverse*” è determinato dalla differenza fra un tasso base (esempio il 10%) cui si detrae il tasso euribor 6 mesi raddoppiato. Ad oggi, una clausola di tal genere porterebbe ad un tasso di cedola pari a $(10\% - 2 \times 2,145) = 5,710$, che è maggiore del rendimento medio di benchmark.

Come intuibile, la definizione dei tassi “*reverse*” si basa sulla scommessa che il parametro incognito di sottrazione abbia una variazione molto contenuta rispetto al parametro fisso o sia decrescente; il rischio è dato dalla errata previsione che può portare a rendimento di cedola pari a zero (mai in negativo per contratto).

b) *convertible reverse floater*: è l'evoluzione delle obbligazioni con un legame di rimborso ad un titolo azionario. Queste obbligazioni sono in genere a durata contenuta, sui 6-18 mesi, ed hanno una unica cedola di interesse. Il meccanismo di rimborso del capitale prevede che l'ammon-

tare del capitale sia rimborsato proporzionalmente alla variazione di valore di un titolo azionario indicato; può quindi accadere che, se il titolo azionario ha un crollo, il capitale obbligazionario sia rimborsato in quota parte. È un prodotto che invita il risparmiatore più ad un investimento su un titolo azionario che su un obbligazionario, poiché il vero parametro leader che determina il rimborso è dato dal corso dell'azione indicata.

c) *floater step-up* e *floater step-down*: obbligazioni che presentano flussi cedolari predeterminati che possono crescere o diminuire a seconda del regolamento del prestito ma con la certezza del tasso di variazione. Si tratta di prodotti che allettano il risparmiatore, sollecitandone una sia pur ridotta previsività sull'andamento dei rendimenti: se il risparmiatore prevede una diminuzione dei tassi di rendimento è allettato da titoli con cedole *step-up* e può anche accettare un sacrificio di tasso sulle cedole iniziali, al contrario preferisce le *step-down*.

d) *constant maturity bond*: sono obbligazioni a lunga durata (10-30 anni) le cui cedole sono variabili ed agganciate in genere ai *tassi swap* decennali. In genere si prevede un accrescimento in percentuale (80-90%) del tasso a 10 od a 30 anni *swap*, al momento stabilito dal regolamento e prima dello stacco cedola, in modo da gratificare il risparmiatore per eventuale crescita del tasso complessivo.

Nella tabella precedente l'abbreviazione *Conv* significa che il titolo è convertibile; le abbreviazioni *ff/tv* stanno a significare che il titolo prevede il passaggio da tasso fisso a tasso variabile; la *stella* indica un titolo per il quale l'emittente si è riservata la facoltà di rimborso anticipato; la *duration* esprime la caratteristica di durata in termini finanziari, mentre la *volatilità* da indicazione della modificazione del prezzo del titolo in dipendenza della variazione di un punto del rendimento netto; la indicazione di *r.g.* sta a significare la clausola di minimo rendimento garantito.

Le *Obbligazioni Indicizzate* possono essere legate a andamenti di azioni od andamenti di indici:

a) *Equity Linked*: sono obbligazioni strutturate che si legano alla quotazione di una singola azione. In genere sono obbligazioni a media durata (3-5 anni), la cui cedola ha un tasso nominale inferiore a quello corrente sul mercato ma con legame alla variazione del corso di una azione.

b) *Index Linked*: sono obbligazioni strutturate che si legano alla variazione delle quotazioni di un indice e non di una azione. Anche in questo caso il tasso di cedola è più basso del corrente di mercato e tanto più basso è, tanto maggiore è la partecipazione alla crescita media dell'indice, il cui rialzo concorre quindi a irrobustire la cedola effettiva.

In collaborazione con Banca Intesa - Studi e Ricerche

INDICIZZATI AD AZIONI, INDICI E FONDI

Date	Titolo	Code	Cedola	Prezzo	Prezzo	Rend	Var.	Ind.	Vol.ozz	Quant.
prim	Tip ind	tin	cons	17.10	18.10	minim.	pan. %	% botto	Val. %	Prim %
			Rate	17.10	18.10				Val. %	Prim %
Equity Linked										
07-11	E.P. Lodi 02-07 Mid. Sup. Post	IT000331357	5,50	5,25893	0,65738	93,17	93,40	-0,23+0,22	n.s.	n.s.
	Inf. 98-03 European Bond	IT000128621	—	—	—	123,76	123,25	0,00 0,00	n.s.	—
31-01	Inf. World Coupon 02-05	IT000321806	—	—	—	93,74	92,50	-0,43-0,24	n.s.	—
31-05	Inf. Europe Coupon 02-06	IT000331800	—	—	—	92,03	92,49	-0,02 0,00	n.s.	—
	Inf. Active Index Bond 02-07	IT000321555	—	—	—	92,81	93,29	+0,04+0,04	n.s.	—
	Inf. Active Index II Bond 02-07	IT000332055	—	—	—	93,59	93,30	—	n.s.	—
10-10	Centrob. 98-10 G. Lockm	IT000127841	—	—	—	62,07	60,54	-1,07+0,22	3,06	n.s.
	Centrob. 98-04 Financ. Basket	IT000123204	—	—	—	122,948	122,75	0,00 0,00	2,48	15,10
	Outcrop 02-06 U.C. Technology B.1	IT000159250	—	—	—	1,41572	1,00 36	0,00 0,00	5,40	-42,67
	Credipol 02-05 TMT Basket Bond S	IT000148236	—	—	—	0,85192	1,04 81	1,04 80	0,00 0,00	3,03
	Elbanca 98-04 Family Basket	IT000126546	—	—	—	97	97,35	0,00 0,00	2,48	9,23
	Elbanca 98-04 Family Basket I	IT000123206	—	—	—	97,19	96,80	0,00 0,00	2,68	75
	Elbanca 98-04 Moda Ix *	IT000131834	—	—	—	0,48445	1,17 78	1,01 75	—	16,72
	Elbanca 98-06 Blue Chips	IT000133806	—	—	—	113,00	114,82	0,00 0,00	n.s.	29,89
	Infotenza 98-04 B. Poydani	IT000138413	—	—	—	0,43220	1,12 03	1,02 00	—	10,10
	Interb. 99-04 Utilities *	IT000137051	—	—	—	100,30	100,00	0,00 0,00	n.s.	9
	Interb. 02-06 Ital. Best Perf.	IT000148033	—	—	—	1,38128	1,06 50	1,03 80	—	3,45
30-03	Interb. 01-06 Aida On the Road	IT000130670	—	—	—	104,60	104,51	-0,10+0,29	n.s.	-9,32
04-09	Banca Intesa 02-07 M. Euro Post	IT000332840	5,50	0,72131	0,09116	99,58	99,29	-0,04+0,10	n.s.	—
	Intesa 02-05 Internet ASB *	IT000144714	—	—	—	96,09	95,73	0,00 0,00	2,76	-79,92
11-04	Medioc. 98-05 F. Asic Euro	IT0001214912	3,15	1,75374	0,21947	100,50	100,56	+0,09+0,05	n.s.	-3,49
30-06	Medioc. 98-05 F. Asic Int.	IT000122652	3,05	0,95300	0,11875	100,50	100,56	+0,09+0,12	2,88	-4,50
30-10	Medioc. 98-05 P. Exp. Orient.	IT000125090	2,00	1,55619	1,73070	112,95	112,80	0,00 0,00	5,40	33,31
30-06	Medioc. 98-08 1,0763 * Az. Int.	IT000134669	1,75	0,54899	0,78073	96,28	96,49	-0,04+0,13	3,28	-38,07
14-04	Medioc. 98-07 P. Az. Int.	IT000126784	2,15	1,12119	1,40265	98,64	98,84	—	3,82	0,41
	Medioc. 02-05 Ind. High Tech	IT000141701	—	—	—	98,61	98,69	+0,09+0,08	2,68	-19,62
	Medioc. 02-05	IT000142927	—	—	—	96,10	96,10	—	2,91	-50,10
19-10	Medioc. 02-06 Call Back	IT000334544	—	—	—	100,28	100,40	+0,07+0,09	0,82	12,51
19-10	Medioc. 02-06 Call Back	IT000336952	—	—	—	102,57	105,12	+0,63 0,21	—	7,29
29-07	Medioc. 02-06 World Basket	IT000333054	—	—	—	97,01	96,45	-0,21+0,14	n.s.	—
28-02	Medioc. 02-08 Maxima	IT000347067	—	—	—	98,71	98,71	—	n.s.	—
	Medioc. C. 98-04	IT000136589	—	—	—	104,38	104,20	-0,19+0,24	n.s.	16,10
	Medioc. C. 98-04 P. Telecom	IT000135427	—	—	—	106,89	106,57	-0,21+0,21	n.s.	18,59
	Medioc. C. 02-05 Turbo Tech	IT000144953	—	—	—	96	96	—	2,80	-68,10
	E. Medioc. 02-05 Ind. Hi *	IT000149375	—	—	—	96,19	96,18	-0,19+0,04	2,90	-65,77
04-12	Mortgage Loan Coup. 01-06	IT000331616	0,01	—	—	91,49	91,49	0,00 0,00	2,88	—
	S. Paolo Int. 98-04 Utilities Basket	IT000137521	—	—	—	1,54994	1,11 93	0,00+0,01	2,84	10,78
	S. Paolo Int. 02-05 Internet Tech.	IT000148654	—	—	—	1,33703	1,06 64	0,02+0,01	3,23	-0,79
	Unicredit 01-04 Ind. Energy *	IT000138578	—	—	—	97,31	97,11	-0,01+0,01	2,59	-43,14
Index Linked										
05-12	Inf. 97-04 Mib30	IT000332389	4,75	4,17740	0,52218	109,72	109,69	0,00 0,00	-3,57	44,04
	Inf. 99-04 Mib30	IT000332316	—	—	—	80,69	80,69	—	1,97	-29,15
	Inf. 99-04 Nikkei H. Sem	IT000326308	—	—	—	95,91	95,92	-0,00+0,09	2,74	-16,78
	E.P. Comm. Ind. Nasdaq100 01-06	IT000312949	—	—	—	92,48	92,39	-0,09+0,01	2,98	-30,28
	E.P. Lodi 01-04 Doppio Estaco50	IT000331705	—	—	—	97	96,88	-0,02 0,00	2,88	—
	E.P. Lodi 01-04 Doppio Estaco50	IT000319721	—	—	—	0,22962	36,46	86,48	2,72	—
	Inf. Doppio: Dia 01-04	IT000301780	—	—	—	98,80	98,82	0,00+0,04	2,54	—
	Inf. Doppio: Dia 01-06	IT000330186	—	—	—	97,06	97,29	—	n.s.	100
	Inf. 99-04 Nikkei 225 *	IT000332414	—	—	—	0,55537	103,18	103,21	+0,04+0,04	2,85
	Inf. 99-05 Eurosto 50 *	IT000334206	—	—	—	0,54736	105,20	105,71	—	12,33
	Inf. 00-05 D. Centro 3 (J) Estaco50	IT000332420	—	—	—	99,73	99,73	—	3,34	-47,45
	Inf. 00-05 D. Centro 5 (J) Estaco50	IT000332420	—	—	—	95	95,39	0,00 0,00	3,30	-47,46
	Inf. 02-07 D.J. Eurosto50 *	IT000329517	—	—	—	98,81	99,31	—	0,94	-31,29
	Inf. Far East 98-05	IT000138531	—	—	—	1,0888	1,05 81	1,05 82	0,00 0,00	n.s.
	Inf. Flash 01-08	IT000336787	—	—	—	0,23899	99,16	99,49	0,00 0,00	n.s.
	Inf. Nikkei Bamer C. 01-04	IT000331689	—	—	—	112,89	112,89	—	n.s.	99,30
31-05	Inf. Knock-Out (J) Eurosto50 01-04	IT000312204	—	—	—	99,78	99,71	-0,43+0,02	n.s.	—
21-06	Inf. Knock-Out S. J. Parib500 01-04	IT000313306	2,00	0,08811	0,00333	100,33	100,35	-0,34+0,17	n.s.	—
	Cretem 02-05 Doppio34-02	IT000332745	—	—	—	99,66	99,57	0,00 0,00	n.s.	—
	Cretem 02-07 Doppio34-02	IT000332780	—	—	—	99,50	99,24	—	n.s.	—
	Cretem 02-05 Doppio35-02	IT000321639	—	—	—	99,09	98,11	—	n.s.	—
	Cretem 02-07 Doppio35-02	IT000327162	—	—	—	98,65	99	—	n.s.	—
	Cretem 02-05 Doppio36-02	IT000330718	—	—	—	103,59	103,59	—	n.s.	—
	Cretem 02-07 Doppio36-02	IT000336906	—	—	—	100,43	100,43	—	n.s.	—
	Elbanca 98-04 P. World Basket Ix	IT000124463	—	—	—	117,94	107,94	—	n.s.	19,44
	Elbanca 98-04 Eurosto 50	IT000123288	—	—	—	96,50	96,22	0,00 0,00	n.s.	8,44
09-04	Inf. 98-05 P. L200 * Int.	IT000121917	3,20	1,71369	0,21421	100,25	100,68	+0,09+0,04	3,50	-2,96
	Banca Int. 98-04 Nikkei Linked	IT000131803	—	—	—	98,71	99,70	-0,09+0,02	3,19	-14,79
	Intesa. 98-04 World Ix	IT000145301	—	—	—	112,35	111,91	-0,09+0,04	3,38	-16,72
	Medioc. 98-04 Nikkei 225 *	IT000137677	—	—	—	99,20	99,13	-0,04+0,06	2,92	-24,13
	Medioc. 98-04 F. Nikkei in S	IT0001316824	—	—	—	1,60043	1,10 75	1,10 73	—	6,06
	Medioc. 98-08 P. DJ Euro Stoxx 50 *	IT0001287157	—	—	—	82,73	82,73	—	2,40	-18,01
	Medioc. 98-04 Nikkei 225 *	IT000137214	—	—	—	97,72	97,86	0,00 0,00	2,37	-37,20
	Medioc. 98-04 Ind. Eur. Index	IT000138667	—	—	—	97,59	97	-0,57+0,01	2,79	-3,33
	Medioc. 01-05 Nikkei 225	IT000124168	—	—	—	97,96	97,98	-0,09+0,04	1,25	-16,52
	Medioc. 02-05 DJ Euro Stoxx 50	IT000332488	—	—	—	103,19	103,19	—	n.s.	—
	Medioc. 02-05 DJ Euro Stoxx 50	IT000330289	—	—	—	100,69	100,69	—	n.s.	—
	Medioc. 02-05 DJ Euro Stoxx 50	IT000330670	—	—	—	106,36	106,36	—	n.s.	—
	Medioc. 02-05 DJ Euro Stoxx 50	IT000330625	—	—	—	102,95	102,95	0,00 0,00	n.s.	—
	Medioc. 01-06 Tria Euro	IT000331420	—	—	—	96,69	96,62	0,00 0,00	0,48	-59,18
	Medioc. 02-07 V.P. Eurosto50	IT000321695	—	—	—	97,01	97,16	0,01+0,29	0,84	-12,81
	Medioc. 02-07 DJ Euro Stoxx 50	IT0003324115	—	—	—	103,06	103,06	—	n.s.	—
	Medioc. 02-07 DJ Euro Stoxx 50	IT0003324136	—	—	—	104,50	104,65	—	n.s.	—
	Medioc. 02-07 DJ Euro Stoxx 50	IT000330364	—	—	—	100,67	100,67	—	n.s.	—
	Medioc. C. 98-09 Nikkei 225 Ix	IT0001280137	—	—	—	87,68	87,37	-0,09+0,02	2,82	19,05
	Medioc. C. 00-05 Isalama Eurosto50	IT0001419719	—	—	—	0,71796	103,36	103,39	+0,20+0,20	6,30
	Medioc. Lomb. 98-05 F. Mib30 *	IT000137103	—	—	—	95,05	95,35	—	2,35	-28,06
	Medioc. Lomb. 98-04 Nikkei 225	IT000138667	—	—	—	97,59	97	-0,57+0,01	2,79	-3,33
	Medioc. Lomb. 02-05 Ind. Hi *	IT000141150	—	—	—	0,68966	107,13	107,13	-0,07+0,08	3,05
31-01	Medioc. Tosc. 01-06 Int. Az. GI	IT0003301949	2,00	1,44669	0,18032	97,05	96,91	-0,44+0,24	n.s.	—
	Medioc. Tosc. 01-04 Eurosto50	IT000330812	—	—	—	93,82	93	—	-1,17	-35,79
	S. Paolo Int. 98-05 Nikkei 225	IT000138566	—	—	—	95,41	95,59	-0,29+0,28	2,76	-4,43
	S. Paolo Int. 98-05 Ind. Az. Mond	IT000131800	—	—	—	97,00	97,56	0,41+0,80	1,26	5,28
19-12	Unicredit 06-10 Eurosto50 sub	IT000330329	2,75	2,35822	0,29478	91,92	91,69	-0,14+0,23	4,10	-36,00
Altre										
	Banca Intesa 01-04 DJ Eurosto50	IT000311385	—	—	—	98,06	98,11	—	n.s	

Progressivamente, le emissioni di cui detto spostano l'interesse ed i calcoli di convenienza del risparmiatore o del tesoriere verso prodotti che hanno una maggiore complessità ed incertezza nei tassi finali di rendimento.

È quindi necessario che l'esame di tali prodotti sia accurato e che si effettui una accurata analisi del "prospetto informativo" (se l'obbligazione è quotata) o del "foglio informativo" (se l'obbligazione non è quotata), nel quale sono indicati e parzialmente simulati i rischi dell'investimento, in relazione anche all'andamento di tassi o di quotazioni di Borsa.

Le Obbligazioni estere: la creazione dell'*euromercato* è frutto dell'ampliamento dei confini comunitari e del passaggio ad unica valuta. Su tale mercato sono oggi quotati moltissimi prodotti emessi sia da Stati Sovrani che da Istituzioni, Enti ed Imprese pubbliche e private.

Essi concorrono alla formazione dei tassi di rendimento sull'euro e sulle altre valute, in quanto costituiscono una massa di prodotti che offre le diverse alternative di tasso / liquidabilità / rischio del mercato finanziario.

Per ciascuno di questi titoli è assolutamente necessario comprendere e valutare il "*rating*" e ciò vale anche per i titoli emessi da Stati Sovrani ed Enti oltre che per quelli emessi da Imprese.

Altrettanta attenzione deve essere posta sulla dimensione del flottante e sulla richiesta di tali titoli. Taluni di questi titoli sono "*callable*" (cioè possono essere anticipatamente rimborsati dall'emittente laddove questi ne abbia convenienza, in presenza di andamenti decrescenti del tasso sulle emissioni).

Sull'EUROMOT i titoli possono essere regolati sia sul Monte Titoli S.p.A. che sui circuiti internazionali, quali il Cedel ed Euroclear.

Sull'EUROMOT oltre alle euro obbligazioni - obbligazioni di emittenti esteri - si possono reperire "*asset-backed securities*" - ABS - e cioè dei titoli emessi sulla base di operazioni di *cartolarizzazioni* di crediti.

Le cartolarizzazioni sono operazioni di liquidazione di crediti pecuniari presenti e futuri e di altre attività, che sono destinate in via esclusiva alla garanzia dei diritti incorporati negli strumenti finanziari emessi; il vantaggio degli ABS risiede nel fatto che essi hanno una remunerazione garantita da chi li emette e dall'insieme dei crediti che costituiscono il "sottostante", per tale fatto la rischiosità del credito si riduce significativamente e danno maggiori garanzie di altre emissioni.

1.8 *Le indicazioni sulle prospettive dei tassi e rendimenti*

L'esame del *mercato di scambio* della "materia" finanza è, per le nostre finalità di approfondimento, strumentale per ottenere l'informazione sui *costi* di essa per *tipologia di "prodotto"* (breve termine, lungo termine, erogazione finalizzata o non etc.) e per "*tempo*" di *utilizzazione* e per "*rischio*" di *rimborso*.

Altra rilevante finalizzazione è la comprensione della *dinamica* del costo finanziario, e cioè la configurazione e le modificazioni della "*curva dei tassi*", per stimare il costo finanziario degli investimenti che intendiamo realizzare, o che abbiamo in essere, e stimare l'incidenza del costo finanziario sui margini di tali investimenti.

Il mercato finanziario produce e negozia una corposa serie di strumenti "derivati" che riguardano sia i titoli rappresentativi di finanziamenti (obbligazioni e simili) sia i titoli partecipativi (azioni e simili).

I "*future*" sui tassi di interesse sono contratti che riguardano lo "scambio" – fra due contraenti – di tassi di interesse a breve (*spot*) con tassi di interesse a termine.

Il differenziale fra i due tassi non è dovuto alla naturale incidenza del diverso tempo nel quale è valido il tasso scambiato, ma interviene nella previsione di tasso a "quel" tempo rispetto al livello del tasso di interesse quotato nell'immediato.

In tempi differenti, i tassi di interesse possono essere diversi – normalmente sono diversi – poiché sono variati i fondamentali della economia del Paese e sono variate le ragioni di scambio valutarie fra la economia del Paese e le economie degli altri Paesi: sono quindi variate le aspettative di richiesta ed offerta del denaro, sono modificate le aspettative generali dei rendimenti degli investimenti (ponderati dal loro tipico diverso rischio) e sono variate le condizioni di crescita dei sistemi economici esteri con i quali si è in rapporto.

Le diverse aspettative influenzano i livelli dei tassi, ed i contraenti cercano costantemente di anticipare la direzione e le dimensioni di questi possibili mutamenti, effettuando interventi di acquisto e di vendita di masse monetarie, laddove oggetto della trattativa è la stima sul diverso livello del tasso futuro.

I contratti che normalmente si utilizzano per questa finalità sono:

- a) Swap;

- b) Forward Rate Agreements - FRA;
- c) Options;
- d) Financial Futures.

Gli *swaps* (letteralmente: baratto) sono contratti con i quali due controparti si obbligano a scambiarsi flussi monetari di direzione opposta (entrata *versus* uscita) ad una data futura; questi flussi monetari sono costituiti da fruttificazione di interessi su un capitale “*nozionale*” o “*effettivo*”, autonomamente assunto da ciascuna delle due parti.

I contratti di *swaps* sono contratti OTC diretti, fra due parti, od intermediati da un intermediario finanziario, che si interpone per garanzia e riscuote una provvigione; sono quindi contratti privi di mercato secondario e privi di una forma obbligatoria standard: esistono modelli di contratti uniformi che sono di volta in volta adattati al rapporto.

Le categoria di *swap* sono:

- a) sui tassi di interesse: *Interest Rate Swap - I.R.S.*;
- b) sulle valute: *Currency Swap*;
- c) su Euro: *Domestic Currency Swap*.

A loro volta gli *I.R.S.* si possono suddividere in:

1) *coupon swap*: scambio fra un flusso di interesse a tasso fisso con un flusso di interesse a tasso variabile.

2) *basis rate swap*: scambio fra due flussi di interesse calcolati a tasso variabile e denominati nella stessa valuta e calcolati su un capitale di riferimento, ma in due momenti diversi di utilizzo.

3) *cross-currency interest rate swap*: scambio di interessi su due flussi di interesse denominati in due valute diverse.

Un primo esempio di *I.R.S.* si può immaginare laddove la Società A abbia negoziato un mutuo a tasso fisso del 5%, e tale mutuo abbia una durata residua di 5 anni; la società B abbia in corso la utilizzazione di un finanziamento a tasso variabile agganciato all'*Euribor a 6 mesi* più una maggiorazione fissa dell'1%.

La società A intende posizionarsi sul mercato del tasso variabile *Euribor 6 mesi* per motivi vari (prevede una flessione del tasso a medio, ovvero ritiene che tale copertura a tasso variabile meglio si adatti al proprio investimento ed al proprio profilo dei costi operativi e di tariffazione, etc.), e quindi è disponibile a “scambiare” tale flusso di tasso con una controparte.

Laddove la società B – o la Banca che reperisce la controparte – sia disponibile a tale scambio, si ipotizza una situazione nella quale:

Anni	Euribor	A paga a B	B paga ad A	Saldo
1	3	3	5	2
2	4	4	5	1
3	5	5	5	0
4	6	6	5	-1
5	8	8	5	-3
<i>differenza</i>				<i>-1</i>

Nella tabella si è ipotizzata una crescita costante dell'Euribor che, da un livello del 3% al primo anno, passa all'8% al 5° anno: in questa condizione lo scambio dei tassi non è remunerativo per l'azienda B sino al terzo anno, in quanto l'azienda B paga all'azienda A il tasso del 5% ma in cambio riceve un interesse al 3%, 4% e 5% andando in perdita i primi due anni ed in pareggio al terzo.

La situazione muta al 4° e 5° anno, poiché B paga ad A il 5% sul capitale di riferimento ma preleva da A il 6% e l'8% sul medesimo capitale di riferimento, ottenendo quindi più interessi attivi di quanti interessi passivi paghi.

La scommessa di B è che la “curva dei tassi Euribor” manifesti, quindi, la crescita indicata in tabella, mentre verosimilmente l'azienda A ritiene che tale crescita non ci sia o sia di dimensioni inferiori, sicché lo scambio è più conveniente per A.

Quello che occorre rimarcare è che il contratto si basa esclusivamente su due previsioni, riferite all'andamento della curva dei tassi futuri; la tabella è una stima di partenza per una delle due società: l'altra società logicamente ha in previsione un andamento del tutto diverso, in caso contrario non avrebbe interesse al contratto.

Nella tabella non è iscritto il “costo” del contratto, e cioè sia l'aggio che una delle due società paga all'altra in supplemento ed a titolo di copertura del rischio, sia la provvigione dell'intermediario finanziario che si inserisce nella trattativa sia per reperire al controparte sia per azzerare o diminuire il rischio di insolvenza.

È da notare che due Società possono incontrarsi per effettuare tale scambio allorché, ad esempio, esse abbiano uno standing creditizio diverso, sicché attingono denaro a costo differente e con condizioni di variabilità diverse: in questo caso lo scambio di tassi diviene ancor più articolato.

TASSI A BREVE TERMINE											
Irs			Depo. Ois e Fra			Euribor - Europa			Tassi interbancari del 09.10		
Scad.	Depo. Ois e Fra	EUR	Scad.	EUR	Scad.	EUR	Scad.	EUR	Scad.	EUR	
1M	2,29	1,00	1M	2,29	1M	2,29	1M	2,29	1M	2,29	
3M	2,29	1,00	3M	2,29	3M	2,29	3M	2,29	3M	2,29	
6M	2,29	1,00	6M	2,29	6M	2,29	6M	2,29	6M	2,29	
12M	2,29	1,00	12M	2,29	12M	2,29	12M	2,29	12M	2,29	

Nella Tabella precedente sono riportati i tassi IRS, rilevati dalla media di scambi effettuati fra operatori istituzionali alla data del 9 ottobre 2003; la lettura indica il *tasso fisso ad un anno (1Y)* che è scambiato con il *tasso variabile a 6 mesi (6M)* al prezzo offerto del 2,30 o accettabile del 2,29 e ciò per scadenze da 1 anno sino a 30 anni.

Come si evince, il periodo oggetto di possibile scambio è molto ampio e consente un completo arbitraggio su coperture di rischio di medio termine.

La significatività dei dati si ritiene adeguata, atteso che la stima del mercato IRS Italia per il 2002 si attesterebbe su 1.150 miliardi di euro, secondo dati della Banca d'Italia.

La tabella ha indubbio valore predittivo, in quanto traccia una curva di tassi da 1 anno a 30 anni che parte da tasso "denaro" (bid) del 2,29% al primo anno sino al tasso denaro 5,03% (bid rate) a 30 anni contro tasso a 6 mesi variabile ed indica che nel periodo tracciato il rischio ha un premio che passa dal 2,29% al 5,03%.

In genere, le attese sui tassi e sull'andamento debbono combinarsi all'esame della variabilità delle quotazioni in rapporto alla variazione del mercato dei tassi e dei cambi: la *volatilità*.



Un segnale indiretto della maggior vivacità delle aree economiche che può desumersi dal grafico degli *indici MSCI dei mercati azionari*, nella informativa distinti fra area Euro, USA ed Italia.

La tabella del giornale, a quella data, fa intravedere un andamento progressivamente crescente dei valori azionari, con una buona accelerazione dell'area USA che "sorpassa" l'area Euro; di contro, l'analogo indice J.P.Morgan dei titoli di Stato in valuta locale fa emergere un andamento tuttora in diminuzione dei rendimenti sul "fisso".

Il quadro "diagnostico" di sintesi è completato dalla indicazione della "*volatilità*" dei corsi dei titoli azionari ed obbligazionari: la minor volatilità dei corsi dei titoli obbligazionari, nel passare da 6 mesi a 1 mese, denota una stabilità del mercato, mentre la maggior volatilità dei corsi azionari a 1 mese rispetto a 3-6 mesi indica che, nell'ultimo mese, il mercato ha subito oscillazioni maggiori in funzione di scambi o diverse previsioni di andamento dei valori mobiliari.

Il quadro generale è anche corredato da un indicatore di variazione dei corsi mondiali delle azioni per settori macro, da 1 settimana ad 1 anno di arco temporale.

Data la utilizzazione, si tralascia di approfondire la caratteristica delle altre tipologie di Swap.

Il *Forward Rate Agreement – F.R.A.* – è un contratto altrettanto interessante ai fini della previsione dell'andamento dei tassi: esso infatti coinvolge due controparti che si obbligano a trasferirsi due flussi di interesse, che vengono calcolati su importi di debito "nozionali", flussi di interesse che attengono ad un debito a godimento non immediato.

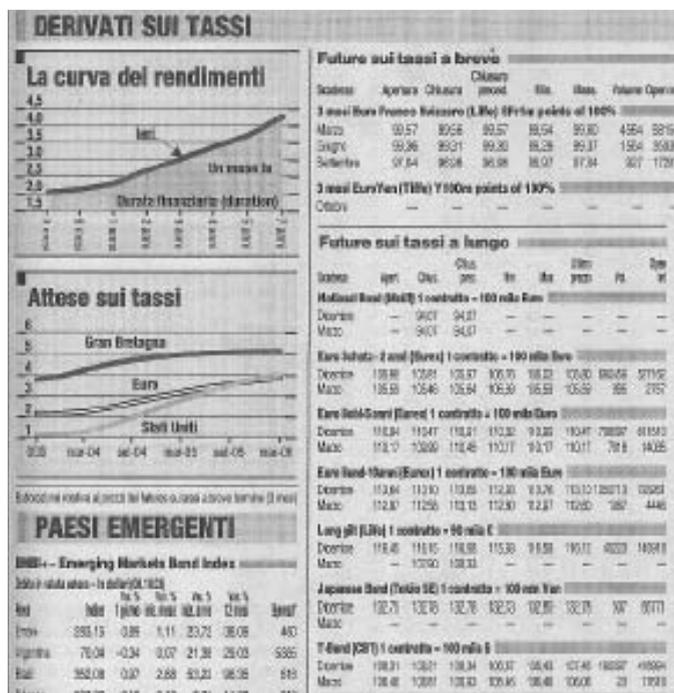
I tassi – ossia l'interesse sui capitali nozionali – non sono oggetto di scambio: si provvede infatti con un conguaglio sul differenziale. La differenza fondamentale del F.R.A. con lo Swap è che il conteggio degli interessi del F.R.A. non coincide con la data di stipula del contratto, ma è "differito" ad una data futura e per un periodo futuro; l'intervallo nel quale non si opera è il "grace period".

Nella tabella precedente viene rappresentato il costo dei FRA per aree Euro, Dollaro e Yen Giapponese; per Euro la prima riga dà il costo del 2,12% (bid rate) – sino al 2,13% (offer rate) per un Forward con settlement (pagamento) a 3 mesi ed attinente lo scambio di un tasso fisso con un tasso variabile a 6M (sei mesi).

Nelle righe successive lo scambio interessa anche un variabile sino a 18 mesi (in questo caso la liquidazione è a scadenza di 12 mesi dal momento del contratto).

Anche questi contratti sono interessanti ai fini della previsione dell'andamento dei tassi: essi, infatti, esprimono il costo del rischio sia per scambi immediati di tassi di interesse (I.R.S.) sia per scambi di tassi che avverranno a scadenza futura (F.R.A.).

A completamento dell'analisi della curva futura dei tassi, sono anche interessanti le seguenti elaborazioni:



La "curva dei rendimenti" per Italia raffigura combinazioni di rendimento e scadenze di investimenti: la durata è in termini di "durata finanziaria" (duration), e quindi la diversa flessione della curva costituisce indicatore di previsione sull'andamento dei tassi.

Tassi di rendimento previsti in aumento danno una curva che si concentra verso scadenze più brevi; il tasso in crescita produce un accorciamento della durata finanziaria dell'investimento e quindi innalza la progressività verso anni più recenti; diversamente nel caso di previsione di tassi decrescenti.

La valutazione della curva è quindi valutazione della modificazione futura dei tassi di rendimento.

Le attese sui tassi fanno riferimento al mercato dei futures e sono orientate, nella elaborazione grafica, sul breve termine: scadenza a marzo 2006 con Oggi ottobre 2003.

Accanto è in genere riportata la tabella con i tassi dei futures: per la conversione in tassi attesi occorre sottrarre 100 al prezzo sulle euro-divise sui tassi a breve; nell'esempio la tabella conferma una previsione in incremento che è svolta con maggiore rapidità per l'area Dollaro.

1.9 *Considerazioni riassuntive*

Nello svolgimento del capitolo si è voluto sintetizzare una informazione rapida – seppure sommaria – sul mercato dei capitali.

Il mercato dei capitali, nelle sue articolazioni dirette e aperte, regolamentate e non regolamentate, relativo a prodotti di finanziamento, di partecipazione e derivati, offre una panoramica certamente vasta ed analitica del prezzo del denaro sia per diversa durata, per diversità di impiego/rischio, per diversità di valuta; sino ad arrivare alle “scommesse” sulle tendenze.

Il mercato dei capitali è quindi una realtà articolata ed ampia, progressivamente trasparente e standardizzata, che offre un'informazione in tempo “reale” sui corsi e sulle tendenze dei tassi e dei prodotti di impiego e di intervento.

È uno dei mercati maggiormente connotato da una massa vasta di informazione ed una altrettanto vasta articolazione di prodotti e di opzioni.

L'approccio alla informazione del mercato è quindi esauriente e approfondita, per rispondere al meglio alle domande che riguardano:

- 1) costo delle coperture finanziarie in ragione del “tempo” di durata di esse;
- 2) costo delle coperture dei rischi di tasso, cambio, duration;
- 3) previsioni e tendenze di tali costi nel futuro;
- 4) costi differenziati per tipologia di copertura.

Accanto a queste informazioni, un'altra categoria di dati che riguarda il mercato mobiliare azionario e il mercato dei derivati sulle azioni e sui titoli assimilabili per rischio offre un'altra essenziale informazione: *la quotazione del costo del rischio*.

Non approfondiamo immediatamente tale aspetto, poiché riteniamo utile rinviarlo alle parti che commentano i concetti e le modalità di misurazione dei rischi; segnaliamo tuttavia che anche questo aspetto è desumibile dalle informazioni di mercato.

Su tutto, rimane comunque la centralità di un aspetto: la soggettività – e quindi la singolarità – delle valutazioni professionali che presiedono alle scelte rispetto alle alternative offerte e codificate dal mercato.

Il binomio “aspettativa” e “determinazione di scelta” si impone sulla massa di informazioni che sono disponibili.

Sul binomio aspettativa-determinazione e, pertanto, sulla responsabilità della “scelta”, si manifesta la professionalità delle soluzioni finanziarie e la loro attitudine a incrementare il valore dell’azienda e del patrimonio netto conferito dai Soci.

BIBLIOGRAFIA

- BANFI A. (a cura di), I mercati e gli strumenti finanziari, Torino, ISEDI, 2001.
- BASILE I., ANDERLONI L., SCHWIZER P. (a cura di) Nuove frontiere dell'asset management e del risparmio gestito, Roma, bancari, 2001.
- BOCCIA F., NIGRO M., La finanza innovativa, Sole 24 Ore, Milano, 2000.
- CAPARRELLI F., Il mercato azionario, Milano McGraw-Hill, 1995.
- CATTANEO M. (a cura di), manuale di Finanza Aziendale, Bologna, Il Mulino, 1999.
- CLARIZIA R., I contratti per il finanziamento dell'impresa, Giappichelli, 2002.
- DAMODARAN A., Finanza Aziendale, APOGEO, Milano 2001.
- DEMATTE C., DE SURY P. (a cura di) I mercati Finanziari internazionali, Milano EGEA; 2002.
- FABRIZI P., FORESTIERI G., MOTTURA P. (a cura di) , Strumenti e servizi Finanziari, Milano, EGEA, 2003.
- FABOZZI F. (a cura di) The handbook of fixed Income Securities, NewYork, McGraw-Hill, 2001.
- FUSCONI A., Economia e struttura dei mercati degli strumenti finanziari, Torino, Giappichelli, 1999.
- GABBRIELLI M., DE BRUNO S., Capire la finanza, Guida pratica agli strumenti finanziari, Il Sole 24 Ore, 2003.
- HULL J., OPZIONI, FUTURES ed altri Derivati Il Sole 24 Ore, 2003.
- PROVENZANO G., Finanza Aziendale, Giappichelli, Torino, 2003.

SALVATORE LA FRANCESCA

L'OPERA DI COSIMO GIOIA IMPRENDITORE AGRICOLO (1881 - 1968)

Nel quadro della borghesia produttiva siciliana Cosimo Gioia costituisce una figura imprenditoriale particolarmente interessante per il ruolo assunto nelle trasformazioni agrarie in un'area interna dell'isola e nella ricerca di soluzioni innovative nei patti agrari.

Cosimo Gioia nasce a Valledolmo l'11 dicembre 1881, figlio unico di Rosolino Gioia e Maria Grazia Miceli. Discende da una famiglia di agricoltori trasferitisi nel settecento da Sclafani al borgo Castel Normanno - Valle dell'Ulmo che diverrà Valledolmo. Frequenta la Facoltà di Agraria dell'Università di Pisa e fa tesoro dell'insegnamento di Maestri insigni; consegue, primo o tra i primi in Sicilia, la laurea in Scienze Agrarie. La vocazione familiare e culturale sarà sempre presente nella sua opera di agricoltore e di amministratore pubblico. Cosimo Gioia si sposa con Stefania Maria Leone ed ha tre figli: Lino, Vincenzo e Giuseppe.

Egli mette presto a frutto gli studi compiuti contribuendo al consolidamento ed all'ampliamento del patrimonio familiare. Negli anni '20 assume un'iniziativa che dovrà risultare decisiva per la sua attività imprenditoriale: cede le sue quote nella società familiare per concentrare il suo impegno in una vicina azienda di circa 600 ettari già proprietà del barone Paino, "Fontana Murata". Gioia lascia il campo sicuro dell'azienda familiare, improntata a tecniche e rapporti produttivi tradizionali, per realizzare un progetto innovativo. Intraprende la nuova attività con metodi più moderni: innova nelle produzioni, nelle tecniche di coltivazione, nei rapporti con gli agricoltori. È un'opera certamente interessante nella relativa staticità dell'agricoltura dell'isola.

Il panorama agricolo siciliano è certo complesso, contrassegnato da tipologie e strutture non omogenee e prevalentemente statiche. Nella questione agraria siciliana si intrecciano infatti esigenze di intervento pubblico e di capacità di intrapresa privata; attività inseparabili e coordinate quali creazione di infrastrutture, elettrificazione, opere irrigue, trasformazioni culturali, modificazione nei rapporti produttivi; una

bonifica integrale appunto collegata ad una corretta modernizzazione dell'ambiente produttivo e sociale.

L'area nella quale opera Cosimo Gioia è quella per molti aspetti classica del latifondo. È convincente degli studiosi che la questione del latifondo siciliano dovesse essere riguardata sotto vari aspetti essenzialmente sociali e produttivi. La soluzione del problema andava pertanto affrontata rimuovendone le cause sociali e produttive, incidendo soprattutto nelle condizioni naturali e sociali dell'ambiente e procedendo ad un complesso di interventi in grado di apportare modifiche alle colture e di avviare la bonifica integrale del territorio.

Progressi, pur modesti, si registravano in vari comparti del settore: nella meccanizzazione agraria, nell'utilizzo di concimi chimici, nelle produzioni, in quella cerealicola in particolare, e nel credito agrario. Limitato, seppur in crescita, l'uso dei concimi chimici; contenuto il consumo di energia per applicazioni agricole che ancora alla fine degli anni '30 si attestava a meno di 900 mila chilovattore (poco più di un quarto dell'intera Sicilia); modesta l'attività di opere di miglioramento fondiario sussidiate dallo Stato.

L'agricoltura meridionale avrebbe potuto ricevere impulsi positivi, osserva Barone, da un'impostazione capitalistica che recepisce la spinta di una modernizzazione sostenuta dalle società elettrofinanziarie in grado di procedere ad interventi strutturali sull'irrigazione delle aziende agricole. Invece nel 1928-1929 la bonifica integrale seguiva una linea tradizionale e si muoveva "lungo quei percorsi corporativi corrispondenti in larga parte alle aspettative del blocco agrario".

Al 1929 la superficie destinata alla coltura del frumento era di ha 771.501 pari al 31,7% dell'intera superficie agraria della Sicilia, mentre la media nazionale si attestava al 16,78%. Nel 1936 la superficie coltivata risultava di ha 805.000. La provincia di Palermo nel 1929 offriva il 17% della superficie totale coltivata a frumento nell'isola; la resa del grano nella media siciliana era nel 1929 di 13,5 quintali per ettaro rispetto alla media nazionale di 14,8; nella provincia di Palermo si otteneva una media superiore: il 14,9. Ulteriormente migliorata risulterà la produzione nella provincia di Palermo, mentre subirà un lieve decremento la resa nella media nazionale e siciliana per effetto della messa a coltura di terreni meno fertili.

La superficie destinata alla coltura della vite (sia specializzata che promiscua) era di soli 21.613 ettari nella provincia di Palermo, largamente superata dalle province a marcata vocazione vinicola, quali quel-

le di Catania, Trapani e Ragusa. Al 1936 la superficie vitata saliva nel palermitano a 21.950 ettari con una produzione complessiva di 610.000 q.li di uva.

La bonifica integrale rappresentava un salto in avanti rispetto alle soluzioni precedenti, ma operava solo in parte per reale carenza di volontà politiche rispetto al prevalente immobilismo dei ceti agrari dominanti.

La bonifica al 1936 apportava trasformazioni positive e comunque non risolutive della situazione dell'agricoltura siciliana, sia sul piano della bonifica che dei patti agrari. Non fu raggiunta a livello nazionale e meno che mai in Sicilia la creazione di unità fondiariae stabilizzate che disponessero di capitale circolante ed attuassero una certa varietà produttiva. La visione di Serpieri che distingueva tra intensità fondiaria ed intensità agraria di esercizio era volta da una parte al rafforzamento delle strutture produttive, dall'altro alla stabilizzazione e al miglioramento delle condizioni di lavoro e di vita degli agricoltori.

I Consorzi per le opere irrigue erano pochi e deboli: il riconoscimento ufficiale dei Consorzi di bonifica idraulica riguardava per l'intera regione 44 consorzi per una superficie irrigua di poco superiore al 2% dell'area della Sicilia. Nella provincia di Palermo, ove i Consorzi risultavano soltanto sei, l'area interessata era concentrata essenzialmente in territorio di Bagheria e Cefalù.

In Sicilia gli addetti all'agricoltura nel 1936 contavano nel complesso 661.000 unità dei quali oltre il 40% erano lavoratori dipendenti, per la quasi totalità giornalieri. Un altro 40% era costituito da lavoratori indipendenti cioè coltivatori e non coltivatori, coadiuvanti, affittuari, enfiteuti ed usufruttuari; 115.000 risultavano i coloni parziari che per la quasi totalità erano mezzadri e soltanto per modesta aliquota interessati con contratti "ad meliorandum", cioè cointeressati a miglioramenti in fondi con colture arboree. Nel complesso, dalla fine del primo dopoguerra gli addetti all'agricoltura e la composizione degli occupati, rivelavano sostanziale staticità. Non solo, ma erano riscontrabili tendenze involutive nella distribuzione della proprietà fondiaria.

Alcuni dati relativi al Comune di Valledolmo da una rassegna statistica del Banco di Sicilia del 1937 esprimono una realtà tipica di una zona interna nella quale tuttavia a fronte di una superficie agraria destinata per il 76,6% a seminativo così come consiglia la tradizionale tipologia ambientale, si riscontra un 7,1% di colture legnose specializzate con una non trascurabile produzione di uva di 6.085 quintali. Nel

complesso la superficie agraria e forestale del Comune di Valledolmo (2.468 ha) equivalente a circa l'1% della corrispondente superficie della provincia di Palermo offre una aliquota pari di produzione cerealicola e lo 0,50% della produzione di uva. Per le altre produzioni che risultano variamente diversificate (foraggi, legumi, olive, agrumi) si registrano aliquote non molto dissimili tenuto conto comunque delle diverse vocazioni territoriali.

La zona agraria nella quale opera Cosimo Gioia è contrassegnata da numerose piccole aziende di sussistenza (alcune centinaia) e poche grandi aziende (una decina) che occupano da sole circa i due terzi del territorio agricolo. In tal senso la situazione riproduce l'anomalia siciliana: da una parte la grande proprietà e dall'altra la frammentazione del podere non autosufficiente. Dal punto di vista produttivo, alta la produzione di grano e di foraggi, consistente quella di uva.

Di massima rilevanza pertanto il problema della tipologia di conduzione. Il carattere di staticità attribuito dal Valenti al regime di mezzadria va forse registrato per situazioni tendenzialmente dinamiche di un'agricoltura avanzata; per l'agricoltura siciliana in cui il bracciantato costituisce una dura tradizione ed un grave peso sociale ed un ostacolo allo sviluppo delle comunità, le innovazioni di Lucio Tasca a Regaliali e di Cosimo Gioia a Fontana Murata volte a stabilire delle forme contrattuali "ad meliorandum" di lunga durata rappresentano una novità interessante, anche al di là dei concreti successi che sarebbero risultati, secondo Scrofani, temporanei.

Gioia si impegna professionalmente e finanziariamente nello sviluppo delle colture cerealicole, nell'innovazione tecnica e nell'introduzione di colture specializzate. Egli acquisisce il convincimento che sia necessario coinvolgere in questa attività di riforma fondiaria il mondo contadino ed introduce una forma contrattuale insolita in quell'area. Si tratta di mezzadria della durata di diciotto anni tale da consentire al coltivatore la prospettiva di trarre, insieme al proprietario, benefici durevoli dalla trasformazione agraria. Mentre si ottiene una maggiore resa della cerealicoltura, si cura la selezione delle sementi e si introduce la coltura viticola. Molte famiglie coltivatrici vengono attratte non solo dal centro di Valledolmo, ma anche da centri vicini (Vallelunga, Alia, Sclafani Bagni) in alcuni casi per periodi brevi, in altri permanentemente.

Come esempio di un processo di modernizzazione agraria "Fontana Murata" sarà poi nel tempo oggetto di attenzione a vari livelli tecnici locali e nazionali.

Connesso all'impegno di agricoltore è quello di amministratore pubblico. I processi di modernizzazione agraria richiedono in qualche modo solidarietà politico amministrative e graduale modernizzazione dell'ambiente sociale. Cosimo Gioia viene eletto sindaco di Valledolmo nel 1923 e nominato podestà nel 1927 fino al 1929 e successivamente dal 1936 al 1937; nel 1926 e nel 1927 inaugura alcuni borghi rurali alla presenza del prefetto Mori dal quale ha ricevuto favorevole considerazione.

Gioia affronta progetti di elettrificazione e di acquisizione di risorse idriche per l'area comunale; acquisiti i necessari finanziamenti, il Comune di Valledolmo ottiene l'energia elettrica; sulla base di un progetto ben concepito insieme alle Ferrovie dello Stato ed attuato sotto la sua guida tenace, Gioia riesce a portare l'acqua dalle Madonie mediante un lungo e difficile percorso. Quale amministratore realizza nel Comune opere viarie, fognarie e conferisce decoro a Valledolmo.

L'impegno di Cosimo Gioia prosegue fattivamente nel secondo dopoguerra. Muore a Palermo il 19 giugno 1968 e lascia una traccia significativa nella storia agraria della Sicilia.

La vicenda di Cosimo Gioia è di rilevante interesse sotto molti aspetti: la presa di coscienza della necessità del cambiamento, la cultura tecnica alla base dell'intervento sulle strutture agricole, la modalità delle riforme concepite ed introdotte, la varietà delle trasformazioni nelle colture in un'area tradizionalmente latifondista, la consapevolezza dell'esigenza di apportare modificazioni nei patti agrari e nei rapporti con il mondo del lavoro, indispensabile raccordo con le istituzioni e il mondo della politica. In tal senso convivono continuità e cambiamento, l'una certamente prevalente e l'altro tuttavia significativo. Si tratta comunque di un caso imprenditoriale scarsamente ricorrente nell'agricoltura siciliana. Al di là dell'ampiezza degli interventi e dei risultati, la figura di Cosimo Gioia tecnico di alta qualificazione e imprenditore agricolo lungimirante va perciò ricordata e riconosciuta per l'apporto costruttivo che ha lasciato traccia nell'agricoltura siciliana.

BIBLIOGRAFIA

- Banco di Sicilia, Osservatorio Economico, Notizie sull'economia siciliana nel 1929.
- Banco di Sicilia, Osservatorio Economico, Sicilia, Compendio di statistica economica, Palermo, 1937.
- BERTOLINO A., *Il latifondo siciliano*, Circolo Giuridico della R. Università di Siena, 1927.
- BARONE G., *Mezzogiorno e modernizzazione*, Einaudi, Torino, 1986.
- BRANCATO F., *L'agricoltura in Sicilia*, in Nuovi Quaderni del Meridione, Banco di Sicilia, Palermo, 1980.
- BUFFONI F., *Tendenze dell'agricoltura, 1901-1961*, in Problemi dell'economia siciliana, Inchiesta diretta da P. Sylos Labini, Feltrinelli, Milano, 1966.
- Comune di Valledolmo, Cosimo Gioia Miceli.
- LA FRANCESCA S., *Note sull'agricoltura siciliana negli anni '30*, in Nuovi Quaderni del Meridione, gennaio-marzo 1976, Banco di Sicilia, Palermo.
- PRESTIANNI N., *Economia agraria in Sicilia*, Palermo, 1946.
- SCHIFANI C., *La polverizzazione e dispersione della proprietà e dell'impresa in Sicilia*, in Rivista Italiana di Economia, Demografia e Statistica, n. 3-4, 1955.
- SCROFANI S., *La questione agraria siciliana*, Sciascia, Caltanissetta-Roma.

ANNA LI DONNI

IL CONTRIBUTO DI GIUSEPPE RICCA SALERNO ALLA FONDAZIONE DELLA SCIENZA DELLE FINANZE (*)

1. Processo formativo iniziale della scienza delle finanze in Italia

Un primo tentativo di ricostruire il processo formativo iniziale della Scienza delle finanze ci conduce ad esaminare la scena istituzionale e culturale dell'Italia della seconda metà dell'Ottocento. È un trentennio significativo, quello da porre sotto osservazione, delimitato da un momento iniziale il 1858, anno di pubblicazione dell'opera di Placido De Luca, e un momento finale il 1888, in cui si pubblicano le opere di Ricca Salerno, De Viti de Marco e Mazzola. In questo contesto va analizzato il ruolo avuto da Giuseppe Ricca Salerno. Con questo procedimento si vuole, in termini più moderni, attingere alla cosiddetta "sociologia della conoscenza", di formulazione Schumpeteriana (1), per disporre di quegli elementi che, seppure esogeni alla teoria della finanza pubblica, ne condizionano il momento genetico e allo stesso tempo ci evidenziano l'autonoma affermazione della scienza delle finanze in Italia. Le concause che hanno concorso ad avviare tale processo sono:

a) La pubblicazione nel 1858 dell'opera *La scienza delle finanze* di Placido De Luca (2); l'avvio nel 1859, per iniziativa del Cossa, del-

(*) Presentato al Convegno su "Giuseppe Ricca Salerno economista", 15 novembre 2003, San Fratello.

(1) J. A. SCHUMPETER, *History of Economic Analysis*, New York, 1954, trad. it. *Storia dell'analisi economica*, a cura di P. Sylos Labini e L. Occhionero, Torino, Einaudi, 1959, vol. I, pp. 31-60. Cfr. anche G. BONIOLO, P. VIDALI, *Introduzione alla filosofia della scienza*, Mondadori, 2003.

(2) P. DE LUCA, *La scienza delle finanze*, Napoli, 1858, pp. 1-450. In proposito cfr. G. RICCA SALERNO, *Storia delle dottrine finanziarie in Italia col raffronto delle dottrine forestiere e delle istituzioni e condizioni di fatto*, Palermo, Reber, 1896, II ed., rist. Padova, Cedam, 1960, pp. 434-36. Questa risulta essere la seconda edizione «interamente rifatta» della *Storia delle dottrine finanziarie in Italia*, (Memoria del prof. G. Ricca Salerno, approvata per la stampa negli Atti dell'Accademia nella seduta del 18 dicembre 1880, premiata al Concorso Cossa per l'anno 1880), in «Atti della R. Accademia di Lincei», a. CCLXXVIII (1880-81), serie III, Memorie della Classe di Scienze morali, storiche e filologiche, Roma, 1881, pp. 3-286.

l'insegnamento di una "Teoria delle finanze" (3) svolta all'interno del corso di Economia politica; l'istituzione di corsi liberi o di regolari cattedre (4). Tali iniziative concorrono a promuovere la diffusione della conoscenza della scienza delle finanze grazie anche alla operosità di alcuni giovani studiosi del tempo: Cusumano, Ricca Salerno, Loria, Pantaleoni, De Viti De Marco, Mazzola, ecc.

b) I dibattiti teorici che, se scarsamente significativi per l'elaborazione di "una teoria generale" della finanza pubblica, si sviluppano nel periodo post unitario e riguardano l'assetto del nuovo sistema tributario (5) e l'equilibrio del bilancio dello Stato perseguito dai Governi della Destra storica (6).

c) Le problematiche generate nel giovane Stato liberale dalla "questione sociale" per cui il movimento contadino ed operaio provoca le prime forme di lotta che accentuano il conseguente conflitto sociale. Vito Cusumano ne tratterà ampiamente.

d) L'istituzione nel 1878, a Pavia, della prima cattedra di scienza delle finanze (7) ricoperta dal Cossa.

Le suddette concause da sole però non sono sufficienti ad individuare il momento genetico della Scienza delle finanze che sarà percepito, non tanto dal consolidarsi di una certa "pratica finanziaria" o dalla enunciazione di "principi direttivi" ma, dai paradigmi di base espressi da Wagner e Sax cui sostanzialmente si riconducono Cusumano e Ricca Salerno, protagonisti del processo formativo iniziale, nei loro lavori.

(3) B. GRIZIOTTI, *Primi elementi delle dottrine finanziarie in Italia nell'ultimo cinquantennio*, in *Economia politica contemporanea* (Studi per Supino), Padova, 1930, rist. in *Storia e storiografia del pensiero finanziario*, (a cura di) A. Li Calzi, Padova, Cedam, 1960, p. 189.

(4) Prima del decreto Coppino corsi liberi erano tenuti a Torino da Gian Giacomo Raymond, ordinario di economia politica e "libero insegnante di scienza delle finanze" per l'a.a. 1861-62; a Roma da Paolo Borselli, incaricato di Scienza delle finanze per l'a.a. 1871-72; a Pavia, da Giuseppe Ricca Salerno che legge la prolusione il 25 gennaio 1878 per l'a.a. 1877-78: a Palermo, Vito Cusumano che legge la prolusione il 5 febbraio 1878 per l'a.a. 1877-78.

(5) Cfr. i saggi di Plebano, Magliani, Scialoja e Minghetti degli anni 1863-69 che sono in: S. BUSCEMA e N. D'AMATI (a cura di), *Documenti e discussioni sulla formazione del sistema tributario italiano*, Padova, Cedam, 1961, parte I, p. 1 e segg.

(6) A. PLEBANO, *Storia della finanza italiana dalla costituzione del nuovo Regno alla fine del secolo XIX*, Torino, Roux Trassati e C., 1899, rist. a cura di S. Buscema, Padova, Cedam, 1960, vol. I, pp. 306-309, R. FAUCCI, *Finanza, amministrazione e pensiero economico*, Torino, Fondazione L. Einaudi, 1975, pp. 19-59.

(7) La prima cattedra di Scienza delle finanze è sorta a Pavia nell'a.a. 1877-78 per iniziativa congiunta del Cossa e del Consorzio Universitario di Pavia creato con r.d. 6 giugno 1875, n. 2543. Nello stesso anno anche a Palermo è istituita la cattedra, dalla quale il Cusumano leggerà la prolusione. Nell'a.a. 1885-86 la Scienza delle finanze è introdotta (per effetto del decreto Coppino, 22 ottobre 1885) come disciplina obbligatoria nella Facoltà di Giurisprudenza.

Volendo svolgere una ricerca sull'origine della Scienza delle finanze, che va al di là del mondo accademico italiano, è agevole adottare il metodo del Ricca Salerno, che nella sua *Storia delle dottrine finanziarie in Italia*, opera una analisi sincronica del pensiero dei vari autori italiani di ciascun periodo e lo raffronta, in via diacronica, anche con quello degli autori di altre nazioni (8).

Con la suddetta *Storia* il Ricca Salerno si ferma all'esame dell'opera di Placido De Luca, mentre la storiografia posteriore incentra l'analisi su pochi autori, tra cui lo stesso Ricca Salerno, e altri, quali: Pantaleoni, De Viti de Marco e Mazzola, che costituiscono "la situazione classica" della Scienza delle finanze in Italia. Mentre assume maggiore completezza la ricerca della individuazione del momento iniziale se ci si riconduce, come fa Luciano Spoto (9), anche al contributo dei seguenti studiosi:

Placido De Luca (*La scienza delle finanze*, Napoli, 1858); Gerolamo Boccoardo (*Trattato teorico-pratico di economia politica*, Torino, 1872-73, V ed., vol. 3), che comprende proprio nel terzo volume una parte speciale di circa 150 pagine dal titolo *Della scienza finanziaria*; Vito Cusumano (*Le scuole economiche della Germania in rapporto alla questione sociale* ed altri saggi) che diffonde un paradigma di finanza pubblica redistributrice sulla scia del Wagner; Achille Loria (*La teoria economica della costituzione politica*, Torino, 1886); oltre a quelli che hanno rappresentato la tradizione classica in cui la Scienza delle finanze ha assunto una trattazione "autonoma". Tra questi: Maffeo Pantaleoni (*Contributo alla teoria del riparto delle spese pubbliche*, 1883); Giuseppe Ricca Salerno (*Scienza delle finanze*, Firenze, 1888), Antonio De Viti de Marco (*Il carattere teorico dell'economia finanziaria*, Roma, 1888) e Ugo Mazzola (*Il fondamento scientifico dell'economia di Stato*, Napoli, 1888).

2. Profilo bio-bibliografico

La presenza nel mondo accademico del Ricca Salerno è stata particolarmente intensa e caratterizzata da una vasta produzione scientifica. Nato nel 1848 a Sanfratello, piccolo paese agricolo del messine-

(8) G. RICCA SALERNO, *Storia delle dottrine finanziarie in Italia*, op. cit., pp. XVI-550.

(9) L. SPOTO, *Vito Cusumano e la fondazione della "Scienza delle finanze" in Italia*, Società Grafica Artigiana, Palermo, 1984, p. 37.

se ed ivi morto nel 1912, si laurea in Giurisprudenza presso l'Università di Palermo con lode e il diritto alla pubblicazione (10). Approfondisce gli studi di "Economia politica", "Scienza delle finanze" e "Statistica" prima a Pavia, avendo vinto una borsa di studio, sotto la guida del Cossa, poi a Berlino con A. Wagner e E. Engel. Istituita a Pavia, per iniziativa dello stesso Cossa, la cattedra di "Scienza delle finanze" prima in Italia, gli viene affidato (11) l'insegnamento ed esordisce il 25 gennaio 1878 con la seguente prolusione: *Oggetto e compito della Scienza delle Finanze* (12). Lo stesso anno consegue la libera docenza, e nel 1880 vince sia il concorso per "straordinario" di Scienza delle Finanze a Pavia che quello per "ordinario" di Economia Politica a Modena, sceglie quest'ultimo e si trasferisce a Modena. Qui, oltre ad insegnare Economia politica, tiene per incarico prima il corso di Statistica dall'a.a. 1882-83 al 1885-86 e successivamente quello di Scienza delle finanze dall'a.a. 1886-87 al 1890-91. In questo periodo, nel 1888 pubblica la *Scienza delle finanze* (13), "il primo trattato organico – osserva Spoto – esposto esclusivamente mediante l'impiego dell'analisi economica" (14). Diversi giovani si formeranno alla sua scuola e tra questi Augusto Graziani, Carlo A. Conigliano, Ugo Rabbeno e, per certi aspetti, Achille Loria.

Nell'aprile del 1891 venuto a mancare Giovanni Bruno, economista cattedratico presso la facoltà di Giurisprudenza di Palermo, viene bandita la cattedra di economia e il Ricca Salerno, che aveva partecipato a quel concorso, risultato vincitore (15) si trasferisce nel capo-

(10) G. RICCA SALERNO, *La libertà del lavoro considerata come principio supremo dell'ordinamento sociale*, (Dissertazione letta nell'Università di Palermo il 7 agosto 1873 per laurea in Giurisprudenza e pubblicata per voto unanime della Commissione esaminatrice), Palermo, 1874, pp. 1-54.

(11) Con lettera n. 593 del 4 aprile 1878, il rettore Corradi trasmette a Ricca Salerno "il decreto ministeriale, con il quale la S.V. medesima è stata incaricata dell'insegnamento della Scienza delle Finanze in questa R. Università"

(12) G. RICCA SALERNO, *Oggetto e compito della Scienza delle finanze* (Prolusione al Corso di Scienza delle Finanze, letta nell'Università di Pavia il 25 gennaio 1878), in "Giornale degli economisti", anno III (1878), vol. VI, pp. 249-277.

(13) G. RICCA SALERNO, *Scienza delle finanze*, Firenze, G. Barbera editore, 1888, pp. 1-263.

(14) A. LI DONNI e L. SPOTO, *Gli economisti cattedratici dell'ateneo palermitano dal 1830 al 1943*, in "Annali della Facoltà di Economia dell'Università di Palermo" 1996-99, p. 285.

(15) Al concorso partecipa anche il Cusumano che non può fare a meno di constatare la superiorità del Ricca Salerno, come lui stesso nota in una lettera del 16 settembre del 1891 diretta a Fedele Lampertico: "So che rivali temibili per merito e influenza, specie il Ricca Salerno, mi contendono quel posto, ma non è temerità la lotta onesta" (*Carte Lampertico* presso la "Biblioteca Civica Bertoliana" di Vicenza). Sullo stesso tono è un'analoga lettera che invia ad Achille Loria (Cfr. *Carte Loria*, presso l'Archivio di Stato di Torino).

luogo siciliano. Intanto a Modena, lasciato anche l'incarico di Preside, ricoperto dal 1889 al 1891, i colleghi lo acclamano Professore onorario.

A Palermo, legge la prolusione il 25 gennaio 1892 (16), tiene per incarico lezioni di "Scienza dell'Amministrazione" e di "Legislazione finanziaria". Seguono i corsi dell'illustre maestro i giovani: Fabrizio Natoli, Giovanni De Francisci Gerbino, Filippo Caronna, Enrico Loncaio ed altri che si distingueranno nelle discipline economiche. Intrattiene ottimi rapporti con i giovani: Luigi Einaudi (17) e Francesco Saverio Nitti che sarà suo ospite proprio a San Fratello. Nel 1895 è eletto Rettore dell'Università per l'a.a. 1895-96.

Sensibile agli avvenimenti che coinvolgono l'economia siciliana, è particolarmente colpito dalla nascita del "Movimento dei Fasci dei Lavoratori" dei quali darà una spiegazione essenzialmente economica (18).

Esponente di varie società scientifiche (19) non partecipa in modo attivo alla vita politica, né ricopre incarichi pubblici specifici, sebbene non disdegni il suo apporto tutte le volte che è "chiamato dalla fiducia del Governo (nazionale) a collaborare alla preparazione di disegni di legge" (20).

3. Il metodo

L'opera di Ricca Salerno segue la scia di pensiero, delineata già da Arturo Labriola ed Enrico Leone in Italia e da Tugan-Baranowski in Russia, che mira a realizzare una sorta di intreccio tra la Scuola storica e Karl Marx.

(16) G. RICCA SALERNO, *Sullo stato presente dell'economia politica* (Prolusione letta il 25 gennaio 1892 nella R. Università di Palermo), in "Il Circolo Giuridico", Palermo, XXIII, 1892, pp. 77-99.

(17) Degli ottimi rapporti intercorsi tra Ricca Salerno ed Einaudi si veda la lettera indirizzata dal Ricca Salerno ad Einaudi l'8 luglio 1899 (Cfr. Fondazione "L. Einaudi", Torino).

(18) "Gli scritti su questo argomento – scrive Spoto – costituiscono una ulteriore verifica della validità del metodo deduttivo-concreto impiegato da Ricca Salerno, in quanto l'analisi economica è condotta con l'impiego della teoria ricardiana della distribuzione del reddito e con i dati empirici dell'economia siciliana" cfr. A. LI DONNI e L. SPOTO, op. cit., p. 297.

(19) Nel 1892 è eletto socio della Società siciliana per la storia patria e dell'Accademia di scienze lettere e arti di Palermo, nel 1896 vice Presidente della Società di scienze naturali ed economiche e socio dell'Accademia dei Georgofili di Firenze, nel 1904 socio nazionale dell'Accademia dei Lincei.

(20) C. FERRARIS, *Breve commemorazione di Giuseppe Ricca Salerno*, in "Rendiconti dell'Accademia dei Lincei", vol. XXI, fasc. II, seduta del 17 nov. 1912, p. 6.

Il nostro economista risente dei travagli ideologici, epistemologici e scientifici che caratterizzano la seconda parte dell'Ottocento. Egli assiste a dei cambiamenti strutturali significativi, che comportano: il declino delle "leggi naturali" della scuola classica inglese, specie per opera in Italia della Scuola lombardo-veneta; l'emergere della scuola neoclassica, decisiva nella fondazione della Scienza delle finanze e l'affermazione della scuola marxista, che caratterizza gli anni 1870-95 in cui in Europa si assiste alla crisi del capitalismo. Anche la realtà culturale italiana è in fermento ed oscilla tra positivismo e marxismo, senza tralasciare il cambiamento radicale nel mondo culturale accademico palermitano dopo la scomparsa del liberista Giovanni Bruno (21).

Il metodo utilizzato dal Ricca Salerno si differenzia tanto dall'analisi economica classica e neoclassica quanto dal puro positivismo evoluzionistico di fine Ottocento. Ricca Salerno, fedele discepolo di Luigi Cossa e di Wilhelm Roscher, si rivela un profondo assertore del metodo deduttivo concreto di J. Stuart Mill. Nei saggi (22), dati alla stampa tra il 1878 ed il 1882, si riscontrano le direttrici metodologiche che caratterizzeranno l'intera sua produzione scientifica: il sistema delle leggi sociali, il metodo da adottare in economia politica per non tralasciare in definitiva il suo approccio piuttosto eclettico:

"Mentre il Mill afferma che nella economia e nell'intera sociologia il processo deduttivo è il vero metodo d'investigazione, ed alla esperienza specifica non ispetta altro ufficio che di riprova: il Comte sostiene al contrario che nella osservazione diretta e sistematica vi è il fondamento dell'indagine scientifica e che alla deduzione debba ricorrersi soltanto per verificare i risultati della esperienza (...) La conclusione precipua del nostro discorso è, che ai due metodi perfetti, il deduttivo concreto e il deduttivo inverso, devesi assegnare un ufficio e una competenza pari nelle indagine economiche (...) Avviene in economia, come nelle altre discipline che ai metodi semplici di una scienza imperfetta si sostituiscono via via metodi più complessi e rigorosi della indagine positiva. E lo svolgimento progressivo nel concetto dei metodi corrisponde alla evoluzione della stessa scienza nella

(21) A. LI DONNI, *Profili di economisti siciliani*, Celup, Palermo, 1998, pp.

(22) G. RICCA SALERNO, *Il sistema delle leggi sociali*, in "Giornale degli economisti", anno V, 1878, vol. VIII, pp. 24-55; *Del metodo in Economia politica*, in "Giornale degli economisti", anno V, 1878, VIII, pp. 207-241; *Del metodo induttivo nelle scienze sociali* (Discorso inaugurale nella R. Università di Modena per l'anno scolastico 1882-83), Modena 1882, pp. 6-52.

storia e ritrae il moto vivace dell'intelletto che genera il progresso scientifico." (23).

Tale impostazione metodologica caratterizza tutta la sua produzione scientifica come si coglie nelle sue opere fondamentali relative alle tappe più significative della sua vita: il periodo pavese, modenese e palermitano.

Nelle opere attinenti alla scienza delle finanze è più pregnante il riferimento al metodo deduttivo concreto, ciò emerge nella *Storia delle dottrine finanziarie in Italia col raffronto delle dottrine forestiere e delle istituzioni e condizioni di fatto* della quale si hanno ben due edizioni e che per il Graziani costituisce "il solo esempio di una storia speciale e completa della scienza delle finanze in uno dei grandi Stati colti d'Europa" (24).

Nelle opere attinenti alla scienza economica il riferimento al metodo deduttivo concreto si riscontra nella: *La teoria del salario nella storia delle dottrine e dei fatti economici* sulla quale il Graziani così si esprime: "il libro presenta un mirabile esempio di deduzione concreta, che deve ormai riconoscersi, quali il più fecondo strumento d'indagine scientifica nelle discipline sociali" (25). Inoltre va ricordata *La teoria del valore nella storia delle dottrine e dei fatti economici* che "tende a conciliare – come scrive Benedetto Croce – le vedute della scuola edonistica con quelle dell'indirizzo ricardiano-marxista" (26).

4. La Scienza delle finanze nelle opere del Ricca Salerno

4.1 *La prima formulazione*

Il riferimento al metodo deduttivo concreto seguito dal Ricca Salerno è anche più rilevante se si guarda al modo con cui affronta la Scienza delle finanze. Nella *Prolusione*, letta a Pavia il 25 gennaio 1878, emerge l'influenza della letteratura tedesca assimilata durante il suo soggiorno Berlinese sotto la guida del Wagner, in essa definisce l'og-

(23) G. RICCA SALERNO, *Del metodo induttivo...*, op. cit., p. 229 e 241.

(24) A. GRAZIANI, *Notizia finanziaria*, in "Nuova Antologia", 1° gen. 1896, pp. 168-173.

(25) A. GRAZIANI, *La teoria del salario nella storia delle dottrine e dei fatti economici*, in "Giornale degli economisti", vol. XXII, 1901, pp. 273-289.

(26) B. CROCE, *Per la interpretazione e la critica di alcuni concetti del marxismo*, Napoli, 1897, p. 20.

getto ed il compito della Scienza delle finanze ponendola su un piano strettamente politico: Costituzione, Amministrazione dello Stato, Province e Comuni, questi costituiscono le fondamenta del sistema finanziario, mentre gli scopi perseguiti dallo Stato sono riconducibili alla tutela del “diritto”, della “proprietà” e della “coltura del popolo” inoltre all’interno del sistema economico distingue l’economia privata da quella sociale e pubblica.

Ritiene che “l’oggetto della Scienza delle finanze” riguarda: “le spese e le entrate pubbliche nella loro scambievole corrispondenza, e, in quanto formano parte della economia pubblica, nelle loro immediate relazioni coll’attività generale e cogli scopi dello Stato e delle altre associazioni politiche, colla economia della nazione e dei privati. La scienza delle finanze è quindi una disciplina politica o di Stato, come dicono i Tedeschi, la quale ha però un larghissimo fondo economico” (27).

Delineati i caratteri evolutivi della finanza pubblica nonché quelli istituzionale, affronta le tematiche su cui si fonda la stessa Scienza delle finanze.

“Conforme all’oggetto della Scienza delle finanze – scrive il Ricca Salerno – è il suo compito teorico e pratico, cioè come scienza e come arte politica. (...) Il postulato supremo della Scienza delle finanze, quello che nelle sue particolari determinazioni e applicazioni ne ritrae l’intero ufficio è, che le spese pubbliche determinano le entrate. Qui vi ha luogo il contrario di ciò che vige in una economia privata. (...) Ora il compito della Scienza delle finanze è di dimostrare, riannodando gli effetti alle cause, come debba avvenire la corrispondenza delle spese pubbliche colle entrate nelle tre relazioni che abbiamo indicato. In ciò il postulato poc’anzi espresso, che le spese pubbliche determinano le entrate, assume tre significati diversi, si converte in tre principi generali di ordine politico, economico e giuridico” (28).

A questi “tre principi generali” si riconduce l’avvio della “Tradizione Finanziaria Italiana” che, come fa notare Benvenuto Griziotti (29), muove dal Romagnosi, e prosegue con Messedaglia, Cusumano, Cossa sino ad arrivare a Paolo Ricca Salerno.

(27) G. RICCA SALERNO, *Oggetto e compito della scienza delle finanze*, in “Gionale degli economisti”, anno III, 1878, vol. VI, p. 259.

(28) Ivi, pp. 265, 266 e 268.

(29) L’espressione “Tradizione Finanziaria Italiana” è nata nel 1984 in occasione del Seminario organizzato in proposito dalla Cattedra di Pavia. Sulla “TFI” cfr: B. GRIZIOTTI, *Le tradizioni secolari ed il progresso attuale degli studi di Scienza delle finanze e di diritto finanziario*

Sempre nella stessa opera tratta dei risvolti “finanziari” della questione sociale soffermandosi sulle imposte indirette di consumo sui generi di prima necessità, che gravano sulle classi più abbienti, e mostra come in Inghilterra si sia provveduto alla realizzazione di riforme, ad opera soprattutto del Peel, che hanno ripristinato condizioni di equilibrio sociale sfociando in particolare nella income-tax (30).

In definitiva, ciò di cui si lamenta il Ricca Salerno è che nonostante il fiorire degli studi e delle riforme in quasi tutti gli stati italiani, nel passaggio al secolo diciannovesimo la tradizione degli studi finanziari sfuggiva ad una visione integrale, completa ed unitaria proprio perché “si considerava la finanza – scrive il Ricca Salerno – quale appendice dell’economia politica e si risolvevano i problemi finanziari secondo principii assai parziali” e prosegue più avanti dicendo che “... manca un concetto, chiaro, elevato, vigoroso e complessivo della scienza, come si svolgeva in Germania (...) atto a rintracciare gli elementi molteplici e diversi, di cui si compone l’organismo della finanza, e a ricostruire l’intera struttura in tutte le sue parti integranti, nelle relazioni giuridiche e politiche, nell’assetto amministrativo e tecnico, negli effetti economici e sociali” (31).

4.2 *La sistematizzazione della teoria generale della finanza pubblica*

La pubblicazione nel 1887 dei “Principi teoretici di Economia di Stato” (32) di Emil Sax provoca in Ricca Salerno un ripensamento

in Italia, estr. dal vol. V delle “Guide bibliografiche giuridiche dell’I.R.C.E., Roma, 1941. Cfr. anche L. SPOTO, *La “Scienza delle finanze” in Italia: una controversia epistemologica tra Benvenuto Gruziotti e Luigi Einaudi (1928-1934)*, in F. MINAZZI - L. ZANZI (a cura di), *La scienza tra filosofia e storia in Italia nel Novecento*, (Atti del Congresso Internazionale, Varese, ott. 1985), Roma 1987, pp. 533-544.

(30) G. RICCA SALERNO, *Oggetto e compito*, op. cit., pp. 268-269.

(31) G. RICCA SALERNO, *Storia delle dottrine finanziarie in Italia*, op. cit., pp. 460 e segg. Le considerazioni critiche di Ricca Salerno si fondano soprattutto sull’insegnamento ricevuto da Luigi Cossa, per il quale “la scienza delle finanze non è, come da molti si crede, un’appendice dell’economia politica. Essa infatti non si restringe all’indagine delle cause e delle conseguenze economiche dei provvedimenti fiscali. I principi generali del diritto e della politica sono fonti della scienza delle finanze, non meno di quelli dell’economia politica. Le questioni finanziarie si debbono perciò considerare nel triplice aspetto della giustizia, della convenienza e del tornaconto sociale. Lo studio di quelle tre discipline è quindi una condizione essenziale per bene apprendere gli elementi della scienza delle finanze”. Cfr. L. COSSA, *Primi elementi di scienza delle finanze*, Hoepli, Milano, 1876, p. 6.

(32) E. SAX, *Grundlegung der theoretischen Staatswirtschaft*, Wien, 1887, trad. it. *Principi teoretici di Economia di Stato*, in “Biblioteca dell’Economista”, V Serie, vol. XV, Torino 1920.

intorno alle fondamenta su cui era stata posta la teoria generale della finanza pubblica nella *Prolusione* del 1878. Perciò, procede ad un rapido processo di revisione che, nello stesso anno lo vede prima recensire (33) il libro del Sax e poi scrivere un saggio: *Nuove dottrine sistematiche nella Scienza delle finanze* (34) e l'anno successivo, nel 1888, procedere alla definitiva sistematizzazione che realizza nel *Trattato* (35).

Nel suddetto saggio, avvia quel processo di revisione che lo porta a svolgere una analisi critica delle teorie anteriori al 1887, trattate nella letteratura italiana e straniera, per spianare la strada alla nuova sistematizzazione. Non più quindi un procedimento imperniato sulle teorie in generale dello "scambio", del "consumo", della "produttività", della "riproduzione", della "produzione diretta di beni immateriali" nonché sulla teoria di Achille Loria sul monopolio del potere politico, esercitato dalla classe capitalistica, che determina il sistema tributario. La situazione della "condizione presente della scienza delle finanze – egli nota – somiglia allo stato in cui trovavasi la dottrina della distribuzione delle ricchezze nella economia politica di Adamo Smith e dei suoi seguaci, prima che il Ricardo avesse applicato a quest'ordine di fatti l'acuto suo ingegno" (36).

Ricca Salerno, intorno al 1888, trovandosi di fronte alla svolta marginalistica del soggettivismo metodologico utilizzato dall'analisi economica, si avvale di questo nuovo strumento teorico per creare una teoria razionale della finanza pubblica, che si rapporta alla ideologia liberale. Utilizza la teoria del valore soggettivo che caratterizza il nuovo sistema teorico in quanto, oltre a trattare dei bisogni individuali che possono essere soddisfatti in base all'utilità marginale opera una scelta della quantità di ricchezza che il soggetto economico può destinare alla soddisfazione dei bisogni pubblici e quindi ai servizi pubblici.

Così procedendo, l'impianto teorico del Ricca Salerno passa da una finanza pubblica incentrata sulle finalità politico-sociali dello Stato (tutela del "diritto", "prosperità" e "coltura del popolo") e "sul patrimonio pubblico" ad una finanza pubblica incentrata su una base rigo-

(33) G. RICCA SALERNO, *Recensione a: E. Sax, Grundlegung ...*, cit. "Nuova Antologia", 15 agosto 1887, pp. 750-753.

(34) G. RICCA SALERNO, *Nuove dottrine sistematiche nella Scienza delle finanze*, in "Giornale degli economisti", a. II 1887, fasc. 4, pp. 375-402.

(35) G. RICCA SALERNO, *Scienza delle finanze*, Firenze 1888, pp. X-263.

(36) G. RICCA SALERNO, *Nuove dottrine ...*, op. cit., p. 393.

rosamente “individualistica”, così come si era espresso il Sax nella sua opera, dando un maggiore approfondimento dell’analisi economica della finanza pubblica.

Tuttavia, se “individualismo” e “collettivismo” sono per Sax dei “bisogni” sentiti dagli individui e soddisfatti secondo un giudizio espresso sempre dall’individuo, lo stesso non si può dire per Ricca Salerno il quale ha qualche perplessità nell’estendere la teoria del valore soggettivo ai bisogni collettivi, perciò relega la teoria finanziaria a specifiche istituzioni politiche (Stato, Province, Comuni).

Scriva egli in proposito: “Pur tuttavia pare a noi che il lavoro del Sax non sia completo ed egualmente rigoroso da tutti gli aspetti. La dimostrazione delle basi psicologiche o delle condizioni soggettive del valore, applicato alle spese e all’entrate pubbliche, è certo felice, com’è ammirabile il processo logico mediante il quale ha potuto rannodare i fenomeni dell’economia politica, e specialmente i finanziari, al concetto dei *bisogni collettivi*. Ma ci sembra manchevole, insufficiente la dimostrazione delle cause o condizioni obiettive che contribuiscono a determinare il valore dei beni nei casi anzidetti. (...) E nel caso nostro invece la determinazione obiettiva dei bisogni e delle spese pubbliche si fa da un certo numero di persone, mentre la quantità dei beni occorrenti proviene dall’attività economica di tutti. In qual modo si mantiene e ristabilisce l’equilibrio fra le due parti? In qual modo avviene che il valore obiettivo, applicato alle spese pubbliche o alle ricchezze destinate a soddisfare i bisogni collettivi, dagli organi dello Stato, sia conforme, relativamente parlando, al valore soggettivo attribuito da ciascun privato agli stessi beni? Il Sax non ha dimostrato la ragione di ciò, e neanche l’impossibilità del contrario, non ha chiarito il punto in cui l’equilibrio deve necessariamente mantenersi e ristabilirsi” (37).

4.3 *Il Trattato di Scienza delle Finanze*

Nonostante i limiti posti, il Ricca Salerno utilizza la teoria Saxiana nella elaborazione del primo Trattato italiano di Scienza delle finanze apparso nel 1888, in esso attua la sistematizzazione della “teoria generale” della finanza pubblica, dell’ordinamento del bilancio dello Stato, delle spese pubbliche, del sistema tributario e del debito pubblico.

(37) Ivi, pp. 399-400.

Quanto egli aveva posto nella *Prolusione* qui risulta più ampiamente sviluppato in un sistema di conoscenza scientifica che delimita le discipline politiche, sociali e finanziarie. Le discipline politiche riguardano la “Politica generale”, la “Dottrina della Costituzione” e la “Dottrina dell’Amministrazione o delle funzioni che lo Stato deve esercitare in conformità alle leggi emanate”. Le discipline sociali attengono all’“Economia sociale” e alla “Politica economica”, le discipline finanziarie contengono la “Storia delle finanze”, la “Statistica finanziaria” e il “Diritto positivo finanziario”.

Queste discipline sono sostanzialmente differenti dalla Scienza delle finanze la quale per Ricca Salerno: “mira a ricercare le cause generali, permanenti e necessarie dei fenomeni finanziari, a determinare le leggi naturali, e a formulare quei principii che governano la politica e la legislazione finanziaria” e prosegue più avanti: “Le leggi naturali, che governano la finanza pubblica e sono dimostrate dalla scienza pura, costituiscono la base, a cui si appoggiano le massime dell’arte finanziaria sotto le due forme principali della politica e della legislazione finanziaria” (38).

In definitiva, egli afferma: “La finanza pubblica comprende nel suo ampio significato tutti i fatti e gli istituti che si riferiscono all’acquisto e all’uso delle ricchezze materiali per parte dello Stato, della provincia e del comune”, ossia “l’azienda delle spese e delle entrate, il complesso dei mezzi pecuniari, che riguardano tutti gli scopi” (39). E “finchè si riferisce agli scopi e alle funzioni dello Stato, ai rapporti che passano fra esso e i cittadini, dimostrando gli oggetti immediati delle spese pubbliche, i modi di prelevare le entrate e simile, ha un carattere prevalente di arte, come le altre discipline politiche, (...); si eleva all’alto ufficio della scienza, quando ritrova dei fenomeni e degli istituti, che compongono la finanza, le cause efficienti ed ultime nella natura degli uomini, individui, nelle leggi che determinano l’attività economica e l’uso della ricchezza” (40).

Infine al Ricca Salerno va il merito d’essersi dedicato, nell’ambito della fondazione della scienza delle finanze, ai problemi relativi al sistema di previdenza sociale, alla imposta personale del reddito, alla imposta di successione, al debito pubblico, alla finanza locale ed alla municipalizzazione dei servizi pubblici.

(38) G. RICCA SALERNO, *Scienza delle finanze*, op. cit., p. 15 e p. 71.

(39) Ivi, p. 1 e pp. 13-14.

(40) Ivi, p. 15.

ROSALIA EPIFANIO

POSSIBILITIES OF GROWTH OF A CANDIDATE TO EUROPEAN UNION: THE CASE OF ROMANIA (*)

Abstract: In this paper the socio-economic situation and perspectives of growth of Romania will be discussed.

Romania is one of the “second wave” East European countries candidate to enter the EU in 2007. Romania’s position, apparently similar to those of the other candidates, is however quite peculiar. In spite of some positive signals (growth, exports, FDI, productive international networks), it deeply suffers from internal socio-economic inequalities, obsolete industries, scarce technological progress, weak public administration, lacking infrastructure. Moreover, concerns arise – as repeatedly stressed by European Union Commission – with regard to the safeguard of human rights. Nowadays trade liberalization and policies directed to convert the productive system are ongoing in this country with the main objective of fulfilling the EU *acquis*.

In this “race”, however, strength aspects and fragility elements of the context play a fundamental role in influencing the result of major changes that are taking place in Romania.

On one side the country benefits from a position in international production system that could be a stimulus to endogenous growth processes, on the other, however, serious internal obstacles still remain strong. Following a trace highlighted by the recent literature on the effects of trade liberalization, the author will examine Romania’s case to identify main factors that could contribute to a stable path of growth and those that constitute an obstacles to growth and internal convergence.

The analysis developed here constitutes a first step of a critical review of such a complex case that, as a matter of fact, is different from those of other CEECs that have entered the UE, even dissimilar from Bulgaria’s position.

1. Introduction

Romania is one of the “second wave” Central Eastern European (CEECs) countries candidates to enter the EU in 2007.

(*) Al momento della stampa la Romania è già diventata membro U.E. (1 gennaio 2007).

Romania's position, apparently similar to those of other Eastern European candidates, is however quite peculiar for structural and economic factors as well as for socio-economic and political heritage.

Copenhagen criteria (1993) stated that membership to the Union requires the existence of a functioning market economy and the capacity to cope with competitive pressure and market forces within the Union.

Romania and other candidate countries are working to reach this ambitious achievement. In this perspective national political class is collaborating with European Commissions set up to advise and monitor their progresses and evolution towards the fulfilment of the Union *acquis*. This, on one side allows Romania to have a sort of external guiding-light that helps to keep the direction (reducing by this way pressures from national lobbies) but, at the same time, it arises a risk of misleading choices caused by incorrect EU vision of internal Romanian situation. This risk is especially high with regard to aspects of Romanian society for which it is difficult to verify progresses and change particularly by external international commissioners. We have reasons to believe that this is a real problem which has already created heavy consequences for a large part of Romanian population.

When examining the case of Romania, many different and intersecting layers are involved in the analysis. One groups issues linked to accession to the UE, others generally sum up the various consequences of globalization (intended as the opening to international markets, the increase in FDI and in the international value-chains involvement, the possibilities of technological transfer). Moreover, with respect to Romania, issues linked to transition cannot be forgotten.

Romania's case is, as a matter of fact, a quite complicate one since it reflects the puzzling outcome of a transition economy, gone throughout a terrible dictatorship, which nowadays fights to enter in the industrialised and developed UE where free trade and competitiveness are the cornerstones.

Here we will consider actual Romanian situation in terms of economic structure and performance, in terms of recent experiences of openness to international markets and involvement in value chains, but also in terms of domestic endowments that are crucial for economic growth in general and for technological change specifically.

Following a stylised path of most of the debate on the subject, we will briefly review main issues raised on globalization effects on growth, firstly with reference to the effects of trade liberalization on growth and,

afterwards, considering its relationship with international diffusion of knowledge and technological change. After that, principal specific themes connected to the adhesion to European Union by developing countries will be considered. The globalization and “Europeization” key aspects will then be discussed with explicit reference to the country.

2. Globalization and growth

Effects of globalization on growth have been highly debated.

In a H-O neoclassical model the flow of inputs, together with the change of their prices, will reallocate inputs so to clear all the markets and to blur inequalities in prices and inputs remuneration.

Effects of globalization are indeed controversial according to the theoretical approaches that do not follow the H-O hypothesis of neoclassical markets.

As a matter of fact, arguments can be risen, even on some basic assumptions of theories which model globalization effects. Whereas main indicators of globalization refer to measures of outcome (the convergence of product prices between exporting and importing countries, the rising of flows of goods, services, capital, technology and skills), transports and communications costs and policy liberalization measures, the reality is not easy to be represented along categories based on forms of globalization and actors of globalization. Even the difficulty in measuring globalization contributes then to corrupt the validity of solid models.

Various positions, even completely opposite, have then emerged. On one side the idea that globalization does favour growth is asserted by economists as Dollar and Kray (2001) and mildly supported by others who believe that globalization fosters growth in developing countries after a painful period of transition (Greenway et al., 2002). On the other side, various authors cast doubt on the positive net consequences of globalization on growth.

Considering in particular the intrinsic dynamic nature of globalization, it is argued that models which apply a static analysis (as neoclassical inspired models) and which are based mainly on a definition of globalisation as a rise of trade cannot catch the dynamic interactions between globalization and domestic capabilities, growth and competitiveness.

Specifically national capabilities are crucial for performance in terms of economic growth and exports. They will affect also the role that FDI and trade growth could exert on domestic markets (also labour market).

Trade openness, together with technological change, will produce a change in the relative role of skilled and unskilled labour, implying therefore relevant consequences in the within country wage distribution.

“A generalizable relationship between globalization and employment in DCs as a whole may not exist. The relationship is, rather, context specific, dynamic and changeable, reflecting particular interactions in each economy between the external facets of globalization (e.g. shrinking economic distance, greater trade or the spread of international production) that apply to the economy and internal factors that affect its employment response.” [These effects] “are likely to be very important, even dominant, in determining the employment effects of globalization over time. However, they are difficult to model and quantify and this branch of analysis remains largely intuitive” (Lall, 2004 p. 74).

Policy-making choices are therefore crucial for determining the final outcome of such dynamic process.

3. Technological change and trade liberalization

A wide stream of research on international trade liberalization and growth has evidenced the possibility that endogenous growth dynamics would be stimulated by a technological change process triggered by international trade.

Many factors could contribute to the start-up of a virtuous circle fed by international markets integration. These factors reside in the quantity and quality of resources invested by the country in production change, in the trade basket composition, in the skills domestic availability, in the demand side composition and characteristics.

Technological change by trade might happen through various channels inasmuch as trade facilitates knowledge diffusion.

A growing body of work has examined the empirical importance of these channels but their relative role and the importance of

international spillovers remains an open question so as the possibility that knowledge flows could work in stimulating long term growth processes.

Technology spillovers might disseminate through (Rivera-Batiz and Oliva, 2003):

- Trade: flows of final and intermediate goods embed knowledge and, then, by trading relationships technological knowledge is exchanged.
- Foreign Direct Investment: there are several mechanisms through which FDI can result in technology transfers. Outsourcing, mergers and acquisitions, licensing, training and stronger intellectual property rights can drive technological transfer.
- International technology diffusion by patenting: a crucial question relevant for this case is the distance from the technological change origin and how it spreads across countries.

In this context the level of development of all the involved countries constitutes a key issue.

The theoretical literature on endogenous growth highlights two alternative paths through which trade might affect technological development. The first one is the way in which trade affects the pattern of specialisation of a given country. In fact, learning and technological upgrading is faster if countries specialise in goods with higher learning potential, both in terms of learning by doing and of deliberate learning investments. The second path derives from the availability under free trade of new potential technological inputs. Some of these technological inputs are deliberately acquired (new machines, FDI, skilled personnel); others are acquired through spillovers, by trading with more technologically advanced partners, by gathering information in foreign markets, by learning from sophisticated imported goods (Barba Navarretti, 2004). Rivera-Batiz and Romer (1991) and Grossman and Helpman (1991) analyse the relationship between international flows of technology and endogenous growth with symmetric and asymmetric countries, respectively. Both contributions provide strong theoretical backing to the hypothesis that inflows of technology positively affect growth. An important dimension of this issue is the link between imported technologies and export performance. A relevant question in this context is the place that imported inputs have in the link between export, learning and productivity growth. With reference to CEECs, Dijankov and Hoekman (1997) find that imported inputs are particularly significant in explaining trade performance.

4. Accession of CEEC countries to the European Union

Effects of new countries accession to European Union have been mainly analysed from two dominant perspectives. The first stream of the debate concerns the consequences of European Union enlargement for the EU actual members (1). The second alternative perspective, from the new entrants point of view, is articulated around the assumption that the accession to the EU is forerunner of sure growth for new entrants, then absolutely desirable for them.

Rare are, in our knowledge, the studies that question the effective positive impact that becoming members of EU will have for these entering countries and for their inhabitants (2).

Traditional international trade theories are not sufficient to understand EU enlargement. Then approaches considering the changes in specialisation and technological learning effects deriving from EU enlargement should be considered.

Potential economic benefits may be synthesised in 3 main categories (Guerrieri, 2004):

- opportunities linked to the commercial liberalisation among old and new EU members;
- changes in efficiency due to increased competition, scale of production and diversification of products resulting from the market enlargement;
- increase in specialisation and intensification of processes of delocalisation and restructuring.

For Romania and for CEEC countries in general, the adhesion to EU (even the position of being on the trail to it) automatically grants them a sort of clearing visa to present in the global market.

Moreover, for countries on the EU borders, entering the EU appears to be the only way not to be cut off from the EU trade and relationships, a sort of “fast lane to prosperity” (Schröder, 2001).

(1) The debate on this is quite vivid in this exact moment of time.

(2) As a matter of fact a large number of studies on the effects of participating to EU have flourished at the time of European Union birth. Some of them questioned the positive effects for disadvantaged regions of European countries. Nowadays, however, those arguments cannot be applied to current enlargement process given that accessing countries are mainly DCs and most of them (as CEECs) have a peculiar socio-economic position. Therefore comparing the two situations seems, hazardous.

Net benefits, however, would strongly depend from strategies and policies followed by European countries and entering members.

In this sense optimistic positions are represented in official occasions (periodic reports from various EU committees and, for Romania specifically, last April EU Parliament's vote) and from some economists (Guerrieri, 2004). The determinant aspect however seems to be the proper and fluent functioning of processes and mechanisms invoked by the optimistic vision.

Besides, the need for policies and public intervention, so as the conditional success of the membership of European new coming countries, is stressed also by optimistic people.

“Le esperienze di crescita dei paesi meno sviluppati suggeriscono che un processo di catching up è possibile allorchè si verifica una riallocazione di risorse inutilizzate verso nuovi settori ed attività più profittevoli. Se i nuovi membri porteranno avanti il processo delle riforme, dismettendo attività divenute obsolete e continuando ad attrarre nuovi investimenti esteri, l'entrata dei dieci nuovi paesi nell'Unione potrebbe così rappresentare una storica opportunità per accrescere le dinamiche di crescita complessive dell'UE. [...]. Il cambiamento delle specializzazioni dei paesi dell'Est, seppur graduale nel tempo, in direzione di una riqualificazione produttivo-tecnologica e una maggiore diversificazione intra-industriale comporterà massicci investimenti in tecnologia e formazione-educazione” (Guerrieri, 2004, p. 245).

Looking at various positions it emerges clearly a general agreement that the possibility of positive final outcome for the adhering countries is strictly determined by the internal mobility of resources and by the availability in the medium and long term of skilled human resources.

Unfortunately the chances of success will be tested only when the EU *acquis* will start to be applied, i.e. at the moment of adhesion (Nava, 2004).

4.1. *Accession road map*

The Copenhagen Criteria stated in 1993 fixed some points to which CEECs countries had to accomplish in order to be accepted for mem-

bership to EU. These criteria regarded economic as socio-political issues and, in particular, concerned:

- the existence of stable institutions guaranteeing democracy, rule of law, human and minority rights;
- the existence of a functioning market economy;
- the ability to adopt and implement the Community *acquis*.

A second set of conditions regards specifically economic conditions and they state that when countries would enter the EU, the liberalization reforms and structural adjustments should have been completed or, at least, at a good point.

The European Commission has published a detailed accession road map for Romania, specifying the objectives that must be fulfilled in order to gain entry to the EU in January 2007. These include:

- improving the administrative capacity of the civil service;
- guaranteeing the independence of the judiciary;
- reducing the rate of inflation and inter-enterprise arrears, and improving collection rates in the energy sector;
- cutting the public-sector wage bill;
- reforming the tax and budgetary process;
- improving the efficiency of bankruptcy procedures;
- improving financial-sector intermediation;
- enforcing property rights;
- reforming public-sector enterprises;
- completing privatisation of the banking sector.

To monitor the applicants positions in the process of change and to act as consultants on special matters, some official Commissions have been appointed.

5. Romania: a country preparing to enter the EU

Romania recent history still suffers from more than thirty years long Ceasescu's dictatorship and resents the consequences of economic policy subsequent to Ceasescu deposition.

As some of the East European countries waiting to enter the EU, Romania's economy synthesises the passage from socialist style government through transition phase.

Romania is, however, quite a special case because of its political history. During the dramatic political change following the 1989, a

unique historical process occurred. It was characterised by the absence of a precise program to be used in the metamorphosis phase and by several shocks.

In this post-communist adjustment process, Romania started disadvantaged because it had had the most severe neo-Stalinist dictatorship among all the satellite Eastern European countries. Centralized control had been so extreme to lead to a paternalist state-model which kept population very far from initiative and democracy.

During the 90s, after the collapse of the socialist dictatorship, Romania suffered furthermore by an economic crisis that increased both social and territorial disparities. In particular internal gaps between different settlement types (urban and rural) widened. Today the situation is such that a Romanian economist states that: “*Romania is an astonishing homogenous poor country*” (Tables 1 and 2).

Since Stockolm agreement about future adhesion to EU, Romania has also undergone sever changes directed to fulfil EU *acquis* and to be ready to face competition pressures. Romania’s economic situation is indeed the worst of the so-called “second wave countries” (Table 3).

Table 1 - Macroeconomic indicators of Romanian economy in the last fifteen years.

Years	Industrial production	Budget balance	Unemployment	Inflation
1990	-19,0	1,0	1,3	5,1
1991	-22,8	3,3	3,1	170,2
1992	-12,9	-4,6	8,2	210,4
1993	1,3	-0,4	10,1	256,1
1994	3,3	-1,9	10,9	136,8
1995	9,5	-4,1	9,5	32,2
1996	-3,2	-5,8	6,5	56,9
1997	-5,9	-3,6	8,9	151,5
1998	-3,3	-2,9	10,4	40,7
1999	-9,0	-4,5	11,5	56,1
2000	8,2	-3,5	10,5	45,7
2001	6,5	-3,0	8,8	34,1
2002	6,0	-2,7	8,1	22,5
2003	4,5	-2,6	7,2	15,3
2004	4,6	-1,5	6,2	9,3

Source: www.insse.ro

Table 2 - Access to public utilities in rural settlements (1998).

Region	Total number of rural settlements	Drinking water supply	%	Public sewerage	%	Natural gas	%
Total	13.084	2.648	20,2	374	2,9	749	5,7
North-east	2.445	278	11,4	72	2,9	33	1,3
South-east	1.445	487	33,7	42	2,9	16	1,1
South	2.030	405	20,0	53	2,6	86	4,2
South-west	2.080	261	12,5	22	1,1	27	1,3
West	1.335	224	16,8	37	2,8	42	3,1
North-west	1.823	701	38,5	73	4,0	133	7,3
Central	1.823	263	14,4	54	3,0	410	22,5
Bucharest and Ilfov	103	29	28,2	21	20,4	2	1,9

Source: Romania's Statistical Yearbook, 2000

Table 3 - A macroeconomic overview for 7 CEECs (1999).

Countries	FDI stock	FDI stock per capita	GDP	Monthly Gross Wage	Private Market %	Country Risk	Transition index
Czech Rep.	21,10	2.052,41	133,80	297,78	80	61,96	3,49
Hungary	19,86	1.972,88	115,08	320,90	80	65,75	3,69
Poland	36,48	943,63	326,63	418,67	65	62,06	3,48
Slovak Rep.	4,89	906,60	57,15	264,48	75	48,33	3,33
Slovenia	2,90	1.460,59	31,72	792,82	55	70,06	3,20
Bulgaria	3,40	414,72	41,62	111,69	70	37,87	2,86
Romania	6,44	286,71	135,68	111,70	60	36,28	2,80

Data on FDI (in Bill. US\$) are from UNCTAD; GDP (in Bill. US\$) from World Development Indicator; Gross Wage (in US\$) from ILO; Private Market share (in % of GDP) from EBRD.

The country risk index is taken from Euromoney; the transition index is an average of the progress in transition indicators from EBRD.

Source: Carstensen, K. and Toubal, F. (2003)

After more than a decade of transition, the private sector remains underdeveloped, with state-owned enterprises continuing to account for a significant share of economic activity. In 2002 the private sector accounted for 66.8% of GDP (slightly lower than 67.9% in 2001). Despite some successes, the pace of privatisation of large state-owned enterprises and utilities in 2003 was disappointing. State enterprises continue to play a major role in many sectors of the economy, including utilities, finance and manufacturing.

Although most small and medium-sized public enterprises have been privatised, large-scale privatisation has been slow.

The problem of enterprise arrears constitutes a major problem for the transition process in Romania at present. The Romanian legislation maintained a double standard in the legal status of state-owned enterprises by introducing a special category of “regies autonomes” in the SOEs that operated in sectors deemed to be strategic for the functioning of the economy. The strategic importance of “regies autonomes” was reinforced during the transition process, as these continue to represent pockets of subsidization in the economic system and induce major distortions in the functioning of Romanian markets. One of the main channels of subsidization of enterprises in the Romanian economy is represented by arrears to energy suppliers, which form a large part of the inter-enterprise arrears. The problem is compounded by the fact that energy price in Romania remain low as compared to the regional average, and this constitutes in itself another source of implicit subsidies for the Romanian enterprises” (Calacean and Aglica, 2004)

Today is very difficult to grasp the exact situation of the country which, in spite of some positive signals, deeply suffers from internal socio-economic inequalities, obsolete industries, weak public administration, lacking infrastructure. Moreover concerns have been showed, also by EU, regards the safeguard of human rights (protection of children in orphanage, discrimination against the Roma, lack of adequate provision for those with physical and mental disabilities, inadequacies of the penal system and lack of accountability of the police, limitations on the free operation of the media) (Economist Intelligence Unit, 2004).

The only chapter where Romania seems to be aligned with the *acquis* is the one regarding the common commercial policy.

5.1. Romania's potential competitive performers

In the light of the country picture outlined in the previous paragraph, here we will focus on those factors which could be considered as potentialities for the country competitive performance.

A first insight in country specialization can be deduced from trade composition and factor intensity of trade with EU.

Clothing and, to a lesser extent, footwear have been the quintessential engines of growth for many CEEC-10 during the initial stages of transition. They have accounted for a significant share of value added and manufacturing employment, with significant implications for poverty reduction. Textiles and clothing, together with footwear, play a huge role in Romania's EU-oriented exports accounting for almost half of exports to the EU over the last decade (47% in 2002) and one third of total exports. Both sectors appear to be firmly entrenched into EU clothing and footwear value chains.

As it is possible to see from Table 4, Romania evidences comparative advantages and, then, specialization in unskilled labour sectors, while natural resources based sectors, capital intensive and skilled labour intensive sectors do not result competitive in the major international market for Romanian products (Table 5).

Table 4 - Developments in Imports and net Exports during two expansionary phases (in million of US dollars and percent).

	Imports in million of US dollars			Change in value of imports			Exports as percent of imports				
	Average	Average		Index, 1995	Index, 2002	Growth	Average	Average			
	1993-95	1999-02	2002	1993=100	1999=100	2002	1993-95	1999-02	2000	2001	2002
Food & Feed (0+1+2+4-27-28)	1,007	1,184	1,350	98	149	-1,1%	64	75	76	61	65
Industrial Raw Marft (27+28+68)	288	443	463	168	141	-4,0%	75	138	155	123	127
Machinery excluding auto (7-78)	1,737	3,406	4,145	188	165	14,3%	43	56	53	56	63
Automobiles & Parts (78)	188	564	867	285	386	20,2%	119	42	39	33	40
Consumer Goods (5+6+8+9-68)	2,896	6,962	9,023	200	168	22,2%	140	97	100	95	93
Non-Oil Goods (0 to 9 less 3)	6,115	12,550	15,859	167	170	16,8%	94	82	84	79	81
Fuels (3)	1,854	1,656	2,002	131	190	1,3%	31	44	47	36	55
All Goods (0 to 9)	7,970	14,216	17,862	158	172	14,9%	80	78	79	73	78

Source: Kaminski and Ng (2004), based on UN COMTRADE Statistics as reported by Romania.

Table 5 - Factor intensity of Romania's Trade with European Union (1993-2002).

Factor Intensity Product.	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 est.
Romania's Exports to EU: (\$ million)										
Natural Resource Based	338	641	986	837	985	1,004	1,154	1,278	1,428	1,330
Unskilled Labor	1,295	1,670	2,194	2,476	2,824	3,352	3,630	3,887	4,762	6,497
Capital intensive	200	366	578	644	650	767	842	1,307	1,429	1,534
Skilled Labor	214	406	686	680	685	763	611	653	807	981
All above products	2,045	3,082	4,443	4,637	5,143	5,885	6,238	7,125	8,425	10,343
Composition of Romania's Exports to EU: (%)										
Natural Resource Based	17	21	11	18	19	17	19	18	17	13
Unskilled Labor	63	54	49	53	55	57	58	55	57	63
Capital intensive	10	12	13	14	13	13	14	18	17	15
Skilled Labor	10	13	15	15	13	13	10	9	10	9
Romania's Exports Specialization Index in EU										
Natural Resource Based	0,51	0,65	0,70	0,57	0,62	0,64	0,71	0,61	0,53	0,50
Unskilled Labor	3,71	3,31	3,18	3,40	3,44	3,57	3,71	3,81	3,79	3,94
Capital intensive	0,29	0,34	0,35	0,38	0,34	0,33	0,33	0,46	0,43	0,37
Skilled Labor	0,63	0,79	0,93	0,90	0,81	0,73	0,55	0,57	0,57	0,53
Share in EU's External Imports: (%)										
Natural Resource Based	0,15	0,28	0,37	0,31	0,36	0,41	0,47	0,42	0,48	0,55
Unskilled Labor	1,19	1,45	1,70	1,82	2,02	2,28	2,44	2,58	3,10	4,34
Capital intensive	0,09	0,15	0,19	0,20	0,20	0,21	0,22	0,31	0,35	0,41
Skilled Labor	0,20	0,35	0,50	0,46	0,48	0,47	0,35	0,38	0,47	0,58
All above products	0,32	0,44	0,53	0,54	0,69	0,64	0,66	0,68	0,82	1,10
Romania's Net Exports to EU: (\$ million)										
Natural Resource Based	-362	61	7	-311	-69	-103	96	71	-90	-457
Unskilled Labor	654	826	943	1,076	1,215	1,425	1,657	1,717	2,238	3,191
Capital intensive	-745	-843	-1,118	-1,415	-1,376	-1,742	-1,587	-1,792	-1,777	-2,267
Skilled Labor	-283	-66	-77	-211	-147	-456	-423	-671	-1,037	-1,515
All above products	-735	-23	-245	-850	-367	-875	-257	-675	-665	-1,048

Source: Kaminski and Ng (2004), based on EU as reported from UN COMTRADE Statistic.

As a matter of fact, this appears to be a paradox for a production system where the resources endowment is characterised by large availability of natural resources and low-cost skilled labour. Moreover:

“there are no indications that the closing of the gap between endowment of skilled labour force and EU-directed export basket has begun. Despite some volatility, the composition of exports in terms of factor intensities has remained remarkably stable.” (Kaminski and Ng, 2004, p. 16).

With reference to labour resources, an evident market failure is worth-mentioning given that on one hand, labour hourly cost in industry and service is very low (the second-last before Bulgaria), on the other, Romania benefits from a better position – compared to other similar countries – in terms of quality of labour (World Development Indicators 2003) whereas public expenditure on education is minimum (2.3% of GDP in the 2000, the lowest among CEECs).

The persistence for a long time of the gap between endowments and specialisation supports the assertion that public policies have not managed to stimulate (if not even prevented) the market allocation of resources in competitive sectors (3). With regard to the agricultural sector government policies favoured large-scale farming and prevented the emergence of internationally competitive actors.

5.1.1. *Romanian firms and international production Networks*

Among the strength points of Romanian economy that could allow its competitive participation to the enlarged European market is the involvement of Romanian firms in international value-chains. Romania is inserted in the international production and distribution networks and trade in parts. The participation of Romanian firms to production international networks is adduced, as a matter of fact, as support for a possible catch-up process; however, economic and production endogenous autonomy achieved by Romanian economy is crucial in determining the real possibility for the country evolution.

(3) Non-official local fonts tell that high-skilled labour mobility has been lately further hampered by expectations about the labour opportunities that will flourish in the administrative-bureaucratic organisations around 2007 with the adhesion to European Union.

An important question is, therefore, the extent to which Romania remains solely an assembly shop for EU firms taking advantage of available cheap, often women, labour force.

In comparison to most other CEECs, network trade accounts for a relatively small portion of Romanian exports and, at the same time, the volatility of trade in automobile and IR networks may indicate that many Romanian firms have yet to establish stable position in EU supply chain (Table 6).

Table 6 - Annual change in the value of EU - oriented exports by networks, 1994-2002.

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Information Revolution	10%	122%	48%	-18%	37%	20%	282%	2%	-21%
Automotive network	22%	160%	52%	-18%	11%	6%	-30%	109%	42%
Furniture network	12%	17%	-3%	-7%	1%	0%	2%	6%	33%
Total exports	51%	42%	3%	11%	14%	6%	14%	19%	25%

On the other hand, rapid expansion in trade in parts (Table 7) and the successful insertion of Romanian producers in global value chains of clothing and footwear support the optimistic hypotheses that the current expansion is based on solid foundations and that there is an ongoing search for new niches in external markets.

Table 7 - Trade in parts (in million of US dollars and percent).

World	1993	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Total exports of parts	182	298	382	355	495	868	1.086	1.238
Total imports of parts	401	833	819	1.034	845	1.137	1.305	1.427
Exports of parts as percentage of imports of parts	45%	36%	47%	34%	59%	76%	77%	87%
Share of parts in manufactured exports (chemicals excl.)	5,5%	5,5%	5,4%	5,7%	7,9%	11,8%	11,7%	11,7%
Share of parts in manufactures imports	14,0%	13,3%	12,4%	13,8%	12,2%	13,2%	12,8%	11,7%
Share of the EU in								
Total exports of parts	15%	55%	45%	61%	66%	76%	77%	68%
Total imports of parts	83%	51%	61%	68%	64%	67%	61%	62%
<i>Memorandum:</i> Share of parts in EU-oriented manufactured exports (chemicals excluded)	1,8%	4,3%	4,3%	4,7%	6,9%	11,7%	11,5%	10,4%
Share of parts in ROW-oriented manufactured exports excluding chemicals	8,7%	8,3%	10,9%	8,3%	11,1%	12,2%	12,5%	15,6%

Source: UN COMTRADE Statistics

The evolution of performance of these sectors will depend on how Romanian firms manage to integrate in the networks. In this sense policies directed to improve the business climate (second generation reforms) will play also a fundamental role. The functioning of administration and infrastructures is determinant indeed for partners and MNCs located in the country.

5.1.2. Foreign Direct Investments (FDI)

FDI rise is one of the levers to growth considered fundamental in a globalized world economy.

On one side, theoretical debate has questioned the possibility that FDI could stimulate endogenous growth of recipient countries, on the other, the identification of FDI determinants is a crucial issue.

Dealing with the case of FDI in transition economies some additional explaining factors do acquire a role (Bevan and Estrin, 2000).

Traditional determinants of FDI include market size (positive influence Holland and Pain, 1998; Barrel and Holland, 2000), trade costs, plant and firm specific costs and relative factor endowments. Transition specific determinants reflect firm ownership, business climate, method of privatisation and risk associated to host country even

Table 8 - FDI inflows in comparative perspective in 1991-96, 1997-2002 and 2002 (estimates).

	Average FDI (in million of US dollars)			Average FDI per capita (in US dollars)			Cumulative FDI over 1990-92		
	1991-96	1997-02	2002	1991-96	1997-02	2002	Total (min. of \$ dollars)	per capita in US\$	2001 GNP (percent.)
Bulgaria	85	782	647	10	79	48	4.927	587	27
Estonia	135	422	296	90	249	197	3.051	2.034	55
Czech Republic	1.089	6.242	6.886	106	520	1.059	39.227	3.808	54
Hungary	2.156	1.890	908	211	179	106	24.484	2.450	40
Latvia	159	323	349	64	142	140	2.926	1.170	39
Lithuania	56	596	744	15	149	201	3.587	989	30
Poland	2.119	6.127	4.371	55	148	113	46.483	1.204	28
Romania	206	1.323	1.210	9	56	51	9.072	400	20
Slovenia	111	612	1.950	55	282	989	4.017	2.000	22
Slovakia	175	1.834	4.260	32	325	1.078	10.322	1.911	42
Total/average	6.254	20.152	24.621	59	175	257	148.096	1.406	34

Source: Kaminski and Ng (2004) on various issues of *Economic Survey for Europe* (UN Economic Commission for Europe), World Development Indicators 2003 (World Bank, 2003) and IMF Balance-of-Payments database

the accessibility to neighbouring countries markets (Carstensen and Toubal, 2003) (4). The influence of labour endowment on localization decision has also to be specifically assessed; it seems appropriate therefore to consider wage level weighted to productivity level of the host country and the “potential access to skilled labour” in the host country (5).

In a recent empirical work by Carstensen and Toubal (2003), the authors analyse the reasons why Romania attraction of FDI is unsatisfying and propose that discrepancy among the attractiveness towards FDI showed by Bulgaria and Romania and other Eastern European Countries has to be explained considering not transition-specific factors.

“Among the traditional variables, we find a robust and positive impact of the market potential on FDI. However, market access explains only partly the motivation for multinationals to invest in CEECs. Comparative advantages like low relative unit labour costs and relative endowments also exert a significant influence. From the negative impact of trade costs on FDI we conclude that FDI and trade share a complementarity relationship [...] The strong influence of transition-specific determinants on FDI confirms our view that traditional variables cannot fully explain FDI in CEECs” (Carstensen and Toubal, 2003, p. 17).

Moreover, comparing the CEECs, it emerges a distinction in two principal groups of countries.

“The Central European economies are the most successful transition countries in attracting FDI. This is due to their relatively high market potential and their sound legal and economic environment, even their relatively high labour costs (compared to the other host countries of the panel) may have impeded FDI to some extent. The two Southern and Eastern European countries have certainly benefited from low unit labour cost. However their slow transition process combined with a risky economic environment was a major obstacles for FDI and explains their poor performance in term of attracting FDI in the early and mid-nineties. This changed only after their change to foreign-oriented privatisation policies in the late nineties.” (Carstensen and Toubal, 2003, p. 17) (6).

(4) They measure the market potential of a country as the average of the output of all countries in the sample weighted by an inverse distance measure which is derived on a region-to-region basis using transportation costs.

(5) Carstensen and Toubal (2003) measure it through the fraction of higher-educated (secondary and tertiary education) workers relative to total labour force.

(6) The complete citation is reported here to stress the comparison between attraction and discouraging factors that CEECs present towards FDI.

Moreover FDI to Romania have not contributed to close the “endowment gap” discussed above. This leaves Romania further aside from many CEEC-9 economies, where this gap was closed mainly thanks to FDI.

5.1.3. *New firms and change*

A number of studies have provided evidence that new private firms tend to outperform old enterprises and, indeed, many observers have proposed that new private sector growth should be a principal measure of “progress in transition”.

Recent debate on questions related to transition economies has tended to focus on the possibility that aspects of the business environment – property rights, contract enforcement, efficient regulation – may be important determinants for the small firms growth process, perhaps even more than access to finance. Few empirical studies have analysed this aspect also for problems on collecting firm-level data about small firms in countries like Romania. Some researchers (McMillan and Woodruff, 2000) have asserted that “*bank finance does not seem to prevent private-sector growth*” while “*insecure property rights*” result to be more inhibiting for it. On the other side, other authors have founded completely opposite results (Pissarides et al., 2003, about Russia and Bulgaria). This issue is crucial indeed for the design of public policies affecting the small business sector in Romania as well as in developing countries in general.

Along this investigation path a recent study has concentrated on the case of Romania with an analysis of a wide sample of new small enterprises (Brown et al. 2004). The sample is composed by 297 firms that at some point, earlier than March 2000, had received a loan from an international microcredit agency (7).

The analysis aims at identifying the causal relation, if any, between business environment and small firms growth. Firm’s growth is represented by annual growth rate of an employment variable (that includes also the entrepreneur, defined as “working owners” and workers on external contracts) and of real sales (PPI-deflated).

(7) The response rate has been very high (90%) because of the subjects involved and has been made possible by the support given by loan agencies. As in most of the less developed regions, a large part of the sample, is composed by micro-firms. In terms of policy conclusion this means that the sample is not unbalanced toward larger SMEs as usually in transition economies EBRD, *Transition Report 1999: Ten years of Transition*, and World Bank, *Transition - The first Ten Years: Analysis and Lessons for Eastern Europe and the Former Soviet Union*, 2002.

Fourteen different constraints factors to business, out of four major policy-relevant categories have been considered:

- finance (capital constraints, lack of collateral, level of taxation);
- non-financial inputs (difficulties in hiring appropriate employees and in finding adequate premises and supplies);
- malfunctioning of the business environment (poor contract enforcement, administrative burden of taxation, bureaucratic interference, police protection and private protection payments, unfair competition);
- macroeconomic climate (inflation and low demand for firms products).

About these sets of factors, information were collected through quantitative and qualitative questions.

Most of the entrepreneurs represented in the sample are Romanian and new to the industry where they entered, moreover most of them have high educational levels. This last condition is not observed, on the contrary, on the employees.

The results on panel data support the proposition that financial constraints are highly significant for the sample firms; an increase in credits and reinvested profit raise both employment and sales growth; tax relief is estimated to raise employment (8). Tax credits consistently and substantially raise employment growth and this result is opposed to today Romania's policy of removing many forms of tax credits.

In contrast to the effort posed on financing technical assistance programs for small firms in transition economies, there is little evidence on their functioning. Most of the firms in the sample do not receive technical assistance and those that do tend to receive multiple services.

Concerning human capital role in start-up and growth of small firms, there appears to be little relationship between entrepreneur characteristics and growth, so as for workers characteristics. Hiring costs result not to be important constraints so as there is little evidence of any association of technical assistance with growth.

5.2. *Within-country weaknesses and inequalities*

If in previous paragraphs main issues which feed optimistic expectations have been explored, wider actual Romanian socio-econom-

(8) This is showed both by the estimate on quantitative data and by qualitative evaluations made by managers.

ic context has not to be forgotten. In this respect interesting information can be deduced by periodic country reports prepared by international influential observers (EU Accession report, Economist Intelligence Unit Country Report, European Innovation Scoreboard).

To start from the conclusions of the last Commission Report on Romania (European Commission, 2003):

Further progress towards economic stability was achieved but macroeconomic risks have recently increased <...> Despite solid economic growth, Romania made little progress in real convergence towards EU per capita income levels <...> The latest available data suggest that regional income disparities are increasing” (European Commission, 2003, p. 33 and 34).

This statement gives an insight of a general situation of economic risk and within-country disparities.

In particular income disparities are accompanied by low social standard in many aspect of life.

In the period 1996-2000 reforms conducted by the government contributed to the growth of income inequality, which has narrowed only slightly since 2000. Wage levels show an evident unbalance between sectors. Salaries continue to outpace inflation in the highest-paid sectors (including air transport, financial services and the energy sector) but have remained depressed in the worst-paid sectors such as furniture production, textiles and clothing, catering and public services, including education and health. Poorer households, which traditionally suffer most from high levels of inflation, have also suffered disproportionately from above-average increases in the prices of gas and electricity and utilities, which account high in poor household living expenses. Pressures for tighter fiscal control limit the scope for increases in welfare payments.

Among the transition economies, Romania had the fourth highest proportion of the population living on less than US\$4 per day on a purchasing power parity (PPP) basis in 2000 (44.5%). Although the SDP government announced a major decrease in poverty in 2003, poverty remains high by the standards of transition economies. The unemployed, pensioners rural households and workers are most likely to be in poverty, but also urban households with large families and low-paid workers experience severe privation. Poverty is particularly acute in the under-developed north-eastern region of the country and regions bordering Moldova.

One of the higher obstacles to efficiency for Romania is constituted by weak administrative capacity that constitutes a major impedi-

ment to the implementation of reforms needed to enter the EU. The European Commission has consistently expressed doubts about the level of professional capacities of the civil service and its ability to implement the requirements of the *acquis* (Commission's Report, 2003). In particular the transfer of responsibilities from central to local authorities appears to have added a further bottleneck considering the general indeterminacy of legislative framework and the lack of a Government strategy for managing the process of decentralisation in a transparent and stable manner.

About 30% of the total EU Phare programme funding is directed towards institution-building. (EIU, 2004, p. 17).

Fraud and corruption continue to be a pathological cancer for Romanian society and economy. The fight against fraud and corruption has been focused on legislative measures and sanctions but has not given an equal emphasis to increasing transparency and improving accountability standards. Moreover, as in other compartments of policy interventions, the impact of such policies is also reduced by serious staff shortage.

A reform in the judiciary system to enhance its independence and improve its effectiveness is essential to implement the *acquis* in this area.

A very critical area, especially considering the role that it plays in the endogenous growth perspectives, is related to education and skill formation.

Although the collapse of the communist economic system has necessitated major changes to the structure of education system, progress in implementing change in schools and universities has been limited. Public expenditure on education rose to 4% of GDP in 2000 (after averaging 3.5% of GDP per year in the 1990s) but remains low by European standards and may even need to be cut to meet fiscal targets in the mid-2000s.

The educational system fails to meet the demands of a market economy in several critical areas. The decision to extend compulsory school education from eight to nine years, which was taken in 1997 and was scheduled for the academic year 2003/04, has been postponed and 25% of pupils drop out of the system after eight years of education. Absenteeism has increased and the proportion of students attending secondary education fell from 90% of the age cohort in 1990 to 69% in 1999. Levels of attendance and the quality of educational provision in rural areas, where there are high numbers of unqualified teaching staff, are markedly inferior to those in urban areas. The education of children of migrant workers also poses problems. In the 1998, the National Agency

for Employment and Vocational Training was created as part of an EU Phare-funded programme to promote vocational education that could correspond with the changing demands of the labour market. However, the programme has encountered severe problems of implementation resulting from a lack of trained personnel and the absence of co-operating institutions with the appropriate skills.

Literacy and human capital formation remains heavily influenced by financial conditions.

The educational level and educational diversity resent also from the economic and social structure.

The first influencing factor is, in this sense, the economic wealth of Romanian population. From this point of view, it has been evidenced that the poverty conditions have seriously influenced the human resources formation.

Moreover the characteristics of families in terms of social and professional origin, level of instruction and residence environment influence the educational, competencies of the parents and their behaviour towards youngsters education (Unesco, 2000).

Two major characteristics of the latest Romania – social polarization and the increasing poverty degree – have proved to affect in a great measure the access of the population to education. This is the cause for the occurrence of a vicious circle: poverty reduces dramatically the access to education and the lack of education is leading to the increasing of poverty. Educational polarization resulted as a consequence of the transition difficulties.

Some measures were introduced by the Social Democratic Party (SDP) government to support students from disadvantaged situations (poor and rural areas families and children of migrant workers) and obtained the rise in the number of students attending higher education and also in the number of teaching staff. However, resources have failed to keep pace with demand, with the effect that expenditure per student has halved and critics argue that the system remains geared to the mass provision of information rather than the development of individual skills.

“Although it is frequently claimed that the transition economies of Eastern Europe started the process with relatively strong human resources due to well-developed educational systems, it is less clear that the skills of the population were well-g geared toward entrepreneurial endeavours or toward responding to the demands of the market rather than central planners and factory bosses.” (Brown et al., p.10).

5.3. Romania's position in the technological change race

Romania's performance in technological change is hard to depict because of the limited technological activity of this productive system and the difficulty in having relevant indicators. However, a picture of Romania position in the European context can be drawn considering some proxies of innovation measured in European Innovation Scoreboard (2004).

As it is possible to see from the data represented in Graph n. 1 and reported in Table 9, Romania's position in the European Innovation Scoreboard (2004) is characterised by very low levels of the relevant variables, even if trend for some of them evidences contained signals of catch up dynamics.

Some of the problems outlined in previous paragraphs are confirmed and further stressed in the comparison with the European context, while others (as employment in medium-high tech manufacturing and services and S&E graduates) evidence a relative performance and trend growth that encourage positive perspectives.

Graph 1 - 2004 European Innovation Scoreboard - Romania.

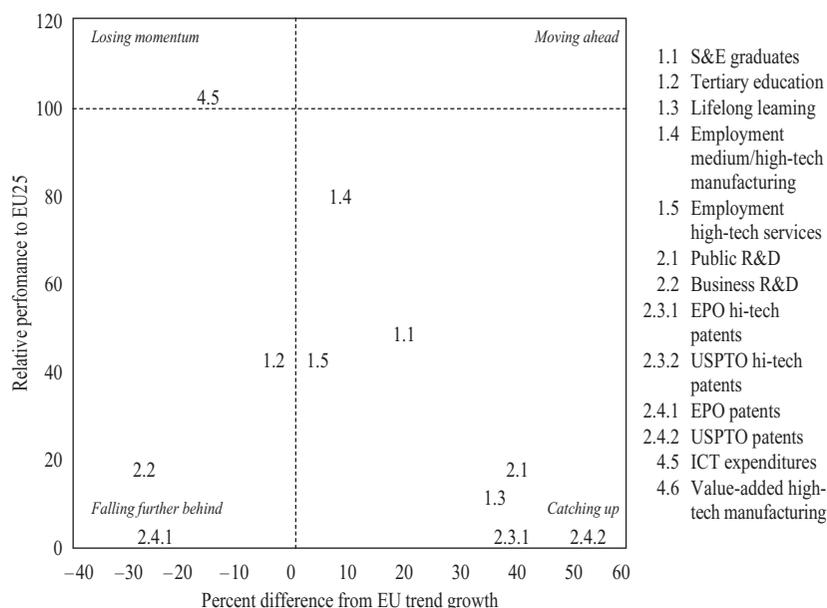


Table 9 - Indicators from the 2004 European Innovation Scoreboard - Romania.

ROMANIA		1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Latest (EU25 =100)	Rank among EU25	Current (1)	Trend (2)
Human resources													
1.1	S&E graduates	--	5,9	4,2	4,1	4,5	4,9	5,8	--	51		-	+
	<i>relative to EU15</i>	--	57	39	37	39	40	47	--				
1.2	Work pop w 3rd educ	--	--	8,7	8,7	9,3	9,8	9,8	9,6	45		--	0
	<i>relative to EU15</i>	--	--	51	42	44	46	45	--				
1.3	Lifelong learning	--	0,9	1,0	0,8	0,9	1,1	1,1	1,3	14		--	++
	<i>relative to EU15</i>	--	16	--	10	11	13	13	13				
1.4	Employment hi-tech manuf	--	6,70	6,21	5,83	4,98	4,91	5,50	5,32	81		0	0
	<i>relative to EU15</i>	--	88	80	76	65	65	75	75				
1.5	Employment hi-tech serv	--	1,61	1,67	1,41	1,35	1,43	1,57	1,45	45		--	0
	<i>relative to EU15</i>	--	55	56	44	40	40	44	42				
Knowledge creation													
2.1	Public R&D exp	--	--	0,11	0,10	0,11	0,15	0,15	--	22		--	++
	<i>relative to EU15</i>	--	--	16	15	16	22	22	--				
2.2	Business R&D exp	--	--	0,38	0,30	0,26	0,24	0,23	--	18		--	-
	<i>relative to EU15</i>	--	--	32	24	20	18	18	--				
2.3.1	EPO hi-tech patents	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	--	1		--	-
	<i>relative to EU15</i>	0	0	1	0	0	1	1	--				
2.3.2	EPO hi-tech patents	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	--	0		--	
	<i>relative to EU15</i>	0	1	0	0	0	1	0	--				
2.4.1	EPO patents	0,8	0,4	1,3	1,0	1,1	1,2	0,9	--	1		--	-
	<i>relative to EU15</i>	1	0	1	1	1	1	1	--				
2.4.2	USPTO patents	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,4	0,2	--	0		--	++
	<i>relative to EU15</i>	0	0	0	0	0	1	0	--				
Transmission and application of knowledge													
3.1	SMEs innov in-house	--	--	--	--	--	--	--	--				
3.2	SMEs innov co-operation	--	--	--	--	2,9	--	--	--	41		--	
3.3	Innovation expenditures	--	--	--	--	1,32	--	--	--	61		-	
3.4	SMEs non-tech innov	--	--	--	--	77	--	--	--	157		++	
Innovation finance, output and markets													
4.1	Hi-tech venture capital	--	--	--	--	--	--	--	--				(3)
	<i>relative to EU15</i>	--	--	--	--	--	--	--	--				
4.2	Early stage venture capital	--	--	--	--	0,003	0,004	0,005	0,003	10		--	(3)
	<i>relative to EU15</i>	--	--	--	--	5	6	12	10				
4.3.1	New-to-market products	--	--	--	--	7,8	--	--	--	133		+	
4.3.2	New-to-firm products	--	--	--	--	1,6	--	--	--	10		--	
4.4	Internet (comp. indicator)	--	--	--	--	--	--	--	--	--			
4.5	ICT expenditures	--	--	--	--	8,6	7,6	6,8	6,4	102		0	-
	<i>relative to EU15</i>	--	--	--	--	132	119	111	103				
4.6	Value-added hi-tech manuf	--	--	--	--	--	--	5,2	--	41		--	
	<i>relative to EU15</i>	--	--	--	--	--	--	--	--				
Macro-economic indicators													
GDP per capita (EU25=100)		--	--	--	--	26	27	29	30				
Productivity per hour (EU15=100)		--	--	--	--	--	--	--	--				
Employment rate		--	65	64	63	63	62	58	58	92			

Value in bold: break in series. (1) Current strength "++" if relative to EU25 performance above 150, "+" if above 120, "0" if between 80 and 120, current weakness "-" if below 80, "--" if below 50. (2) Trend strength "++" if relative to EU25 trend above 25, "+" is above 10, "0" if between -10 and 10, trend weakness "-" if below -10, "--" if below -25. (3) Trend data for both venture capital indicators have not been used as these data suffer from high year-to-year fluctuations and are considered to be less reliable.

6. Conclusion

In this paper possibilities of growth of Romania have been discussed. The analysis has been conducted along the main issues that are considered crucial from the country and the European Union institutions.

In the debate about the effects of trade liberalization on inequalities, traditionally concentrated in the dispute about the role it plays on between-countries gaps, recent literature has evidenced the possibility that international trade could widen also within-country inequalities.

Whatever the position in this debate, however, to understand the possibilities of a process of sustained economic growth it is necessary to consider national resources and technical capabilities that could make it possible to exogenous stimula to work as a growth propulsor.

Here we have tried to pursue this minimum goal looking with particular attention to those factors that in the Romanian context could allow the system to move onward to an endogenously sustained process of growth. In this sense an optimistic vision might spring out from some characteristics of Romanian economy and society. These can be traced to the human resources endowment, the involvement of Romanian firms in international production chains and the delocation of foreigner firms in Romania.

Romania, however, suffers from many structural, economic and social problems that characterise it as a developing country and make it difficult for the country to evolve along a path traced on developed countries experiences. Such hampering factors are so acute to justify pessimistic previsions on the growth perspective of this country, especially concerning the solution of internal gaps.

The analysis conducted in this paper addresses, in fact, the serious political urgency of facing economic within-country gaps, structural reforms, problems in human resources allocation, infrastructural modernization aside to the fight against illegal behaviours. Such interventions need to be set on a fast lane before policies oriented to trade liberalization and European adhesion. The risk is, as a matter of fact, that the inversion of priorities stimulated by European institutional deadlines, could cause a further deterioration of internal problems so as to feed a vicious circle of underdevelopment instead of the pursued development perspective.

Far from saying that Romania adhesion to EU is not desirable for this country, we want just to highlight critical issues that constitute elements of concern for the possibility of this country long term growth.

It seems indeed that, related to the forthcoming accession of Romania to EU – as it has happened also for other candidate members –, the debate focuses prominently on two opposite sides of the same coin, that is the worries of EU “old” members of being damaged and, on the other side, the aspirations of less developed countries at the border to become EU members.

In our opinion it is not possible to sum up different perspectives along such two categories where the positive attitudes are only on one side of the continent and the negative ones on the other. Concerning Romania, for example, it is not at all automatic to believe that the decision of entering the European Union in such a short period of time has been the best choice for Romanian economy and society.

REFERENCES

- BARBA NAVARRETTI, *Moving Skills from hands to heads: does importing technology affect export performance in textiles?*, Research Policy, 33, 2004.
- BEVAN A., ESTRIN, S. (2000), *The determinants of Foreign Direct Investment in Transition Economies*, London, CEPR Discussion Paper n.2638, December.
- BROWN D.J., EARLE J.S., and LUP D. (2004), *What Makes Small Firms Grow? Finance, Human Capital, Technical Assistance, and the Business Environment in Romania*, IZA Discussion paper n. 1343.
- CALACEAN G., ALIGICA P. (2004), *Soft Budget constraints, Enterprise restructuring and Economic Reform Policy*, Eastern European Economics, 42, pp. 75-95.
- CAMPOS N.F. and CORICELLI F. (2002), *Growth in Transition: What we Know, What We Don't, and What We Should*, Journal of Economic Literature, vol. XL, September, pp. 793-836.
- CARSTENSEN K., TOUBAL F. (2003), *Foreign direct investment in Central and Eastern European Countries: A Dynamic Panel Analysis*, Kiel Working Paper n. 1143, Kiel Institute for World Economics, Kiel.
- DIJANKOW S., HOEKMAN B. (1996), *Intra-industry Trade, Foreign Direct Investments and the Re-orientation of East European Export*, CEPR Discussion Paper n. 1377.
- DIJANKOV S. and MURREL P. (2002), *Enterprise Restructuring in Transition: a Quantitative Survey*, Journal of Economic Literature, vol. XL, September, pp. 739-792.
- European Commission, Employment and Social Affairs DG (2003), *Study on Social Protection Systems in the 13 Applicant Countries*. Country report: Romania.
- European Innovation Scoreboard 2004: Annex 2 - Country Pages http://trendchart.cordis.lu/scoreboards/scoreboard2004/scoreboard_papers.cfm.
- FAGGIO G., KONINGS J. (2003), *Job creation, job destruction and employment growth in transition countries in the 90s*, Economic Systems, 27, pp. 129-154.
- GROSSMAN G. and HELPMAN E. (1991), *Innovation and growth in the global economy*, MIT Press, Cambridge.
- GUERRIERI A. (2004) *L'allargamento e i suoi benefici economici*, L'Industria, 2, pp. 241-258.
- HUBER P. (2004), *Intra-national labor market adjustment in the candidate countries*, Journal of Comparative Economics, 32, pp. 248-264.
- KAMINSKI B. and NG F. (2004), *Romania's Integration into European Markets: Implications for Sustainability of the Current Export Boom*, World Bank Policy Research Working Paper 3451, November 2004.

- KONINGS J., RIZOV M., VANDENBUSSCHE H. (2003), *Investment and financial constraints in transition economies: micro evidence from Poland, the Czech Republic, Bulgaria and Romania*, *Economic Letters*, 78, pp. 253-258.
- KORNAI J., MASKIN E. and ROLAND G. (2003), *Understanding the Soft Budget Constraint*, *Journal of Economic Literature*, vol. XLI, December, pp. 1095-1136.
- KRUGMAN P. (1995), *Technological change in International trade*, in Stoneman, P., *Handbook of the Economics of Innovation and Technological Change*, Blackwell. Cambridge MA, pp. 342-365.
- IBRAHIM G. and GALT V. (2002), *Bye-bye central planning, hello market hiccups: institutional transition in Romania*, *Cambridge Journal of Economics*, 26, pp. 105-118.
- LALL S. (2004), *The employment impact of Globalization in Developing Countries*, in LEE E. and VIVARELLI M. (eds.), pp. 73-101.
- LEE E. and VIVARELLI M. (eds.) (2004), *Understanding Globalization, Employment and poverty Reduction*, Palgrave MacMillan, New York.
- MOSCONI F. (2004), *Una terza idea di successo per l'Europa economica (ma la storia continua...)*, *L'Industria*, 2, pp. 205-217.
- MURRELL P. (2003), *Firms facing new institutions: Transactional Governance in Romania*, Working Paper, University of Maryland.
- NAVA M. (2004), *L'allargamento dell'Unione Europea: questioni finanziarie, di competitività e di crescita*, *L'Industria*, 2, pp. 219-232.
- PERUGINI C. and Signorelli M. (2004), *Employment Performance and Convergence in the European Countries and Regions*, *The European Journal of Comparative Economics*, Vol. 1, n. 2, pp. 243-278.
- REDDY S. G. (2004), *Globalization, Labour Markets, and social outcome in developing countries*, in Lee, E. and Vivarelli, M. (eds), pp. 382-481.
- RIVERA-BATIZ L.A. and OLIVA M. (2003), *International Trade: Theory, Strategies and Evidence*, Oxford University Press, Oxford.
- RIVERA-BATIZ L.A. and ROMER P.M. (1991) *Economic integration and endogenous growth*, *Quarterly Journal of Economics*, pp. 531-555.
- SANTARELLI E., FIGINI P. (2004), *Does Globalization reduce poverty? Some empirical evidence for the developing countries*, in Lee, E. and Vivarelli, M. (eds), pp. 315-381.
- SCHRÖDER P.J.H. (2001), *Eastern Enlargement: The New Challenge*, in Hansen, J.D. (ed.) *European Integration*, OUP, Oxford.
- SEN A. (2001), *Globalization: Value and Ethics*, Talk given at a Seminar in Memory of Giovanni Falcone, Palermo, 23 May 2001.
- The Economist Intelligence Unit (2004), *Romania: Country Profile 2003*, London.
- Unesco (2000), *The EFA 2000 Assessment: The Country Report*. Romania.
- WINTERS L.A., MCCULLOCH N. and MCKAY A. (2004), *Trade Liberalization and Poverty: The Evidence So Far*, *Journal of Economic Literature*, vol. XLII, March, pp. 72-115.

Finito di stampare
dalla Officine Grafiche Riunite
Palermo, Aprile 2007

annali

AREA **ECONOMICO-FINANZIARIA**