

## Dall'euforia alla crisi: etica e fiducia nei mercati finanziari

Salvatore Nisticò

### 1. Introduzione

*“Clearly, sustained low inflation implies less uncertainty about the future, and lower risk premiums imply higher prices of stocks and other earning assets. [...] But how do we know when irrational exuberance has unduly escalated asset values, which then become subject to unexpected and prolonged contractions as they have in Japan over the past decade? [...] We should not underestimate or become complacent about the complexity of the interactions of asset markets and the economy.”*

Con queste parole Alan Greenspan, il 5 Dicembre 1996, insinuava il sospetto che l’eccezionale crescita sperimentata dai principali indici di borsa americani (e, per traino, anche del resto del mondo) fosse drogata da una “esuberanza irrazionale”, il cui rischio connaturato fosse una verticale caduta dei corsi innescata dalla collettiva presa di coscienza del valicamento di un limite non certo irraggiungibile.

Nel momento in cui queste osservazioni erano comunicate, la locomotiva americana andava a stantuffi roventi, trainando il treno di una crescita mondiale sostenuta.

Lo S&P500 aveva quasi toccato quota 730 e il Nasdaq era poco sotto i 1300 punti. A poco più di tre anni di distanza, nella primavera 2000, dopo aver superato le vette stratosferiche di 1500 e 4700 punti rispettivamente (che equivalgono a tassi di crescita medi annui dal '96 rispettivamente del 28 e 54 per cento!), gli indici americani e, con essi, quelli di tutti gli altri mercati del pianeta, hanno documentato il tanto temuto crollo dei mercati azionari.

In poco meno di tre anni gli indici sono tornati ai livelli proprio del periodo in cui il chairman della Federal Reserve esprimeva i suoi dubbi e raccomandava prudenza.

In questi tre anni non sono poi mancati fattori che inaspriscono una già seria crisi finanziaria e reale. Il 2001 ha visto l’esplosione di una serie di scandali contabili che hanno coinvolto numerose imprese simbolo degli Stati Uniti, a volte anche più o meno indirettamente riconducibili a personalità di primo piano nell’amministrazione pubblica. Questo ha innescato la conseguente ondata di fallimenti che ha ulteriormente minato la fiducia in un mercato che già aveva dato segnali di non meritare quella che l’aveva pasciuto, nonché in

un sistema di regolamentazione e controllo evidentemente troppo lasco e vulnerabile da fenomeni di corruzione.

Come se non bastasse, lo stesso anno è stato triste testimone del più grave attentato terroristico in tempi di pace nella storia dell'occidente e dell'America in particolare. La conseguente accensione di un nuovo clima di tensioni militari sfociate nell'invasione dell'Afghanistan, prima, e in quella dell'Iraq, poi, ha inasprito le già pesanti incertezze che rendevano difficile la restaurazione di un sufficiente grado di fiducia nei mercati finanziari.

Il crollo dei mercati azionari non ha tardato a manifestare i suoi effetti reali, rivelando una recessione che rischia di risultare *a posteriori* più severa di quanto non ci si aspettasse, a poco più di settanta anni dalla crisi del 1929.

Nel punto di massima euforia sui mercati azionari, infatti, il tasso di crescita del consumo reale su base annua aveva superato il 5%, il tasso di utilizzo degli impianti era prossimo al 85% e i nuovi ordinativi delle imprese manifatturiere erano cresciuti del 87% dal 1992, tanto per citare alcuni indici del ciclo economico.

A meno di tre anni dall'inizio del crollo, il tasso di crescita del consumo reale si è più che dimezzato, il tasso di utilizzo degli impianti è sceso al 75% e i nuovi ordini delle imprese manifatturiere si sono ridotti del 27%, al livello di sette anni fa.

Il carbone è finito e la locomotiva della crescita mondiale ha dato cenni di stanchezza e ha tirato i freni.

## **2. Le dinamiche macroeconomiche.**

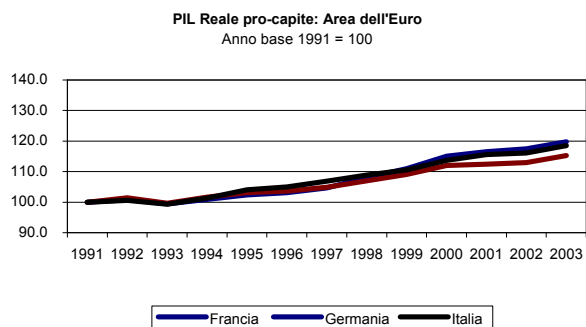
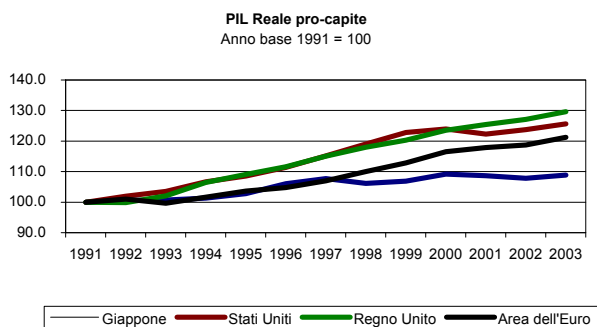
### **2.1. La crescita degli anni novanta e la bolla speculativa.**

Il cosiddetto "Long Boom", da poco arrivato ad esaurimento, ha registrato una crescita americana record, che ha percorso a velocità sostenuta gli ultimi due decenni del secolo. È però dopo una breve e lieve recessione a cavallo del 1991 che l'economia americana ha veramente cominciato ad accelerare.

La convergenza di fattori istituzionali, congiunturali e geopolitici tutto sommato favorevoli (di nuovo con l'eccezione del periodo a cavallo del 1991, anno del primo intervento militare in Iraq) hanno alimentato un'espansione reale senza precedenti.

Il reddito reale pro-capite, tra il 1991 e il 1999 è cresciuto a un tasso medio annuo del 2.6%; altrettanto bene è riuscito a fare solo il Regno Unito con un 2.3%, mentre l'Area dell'Euro si

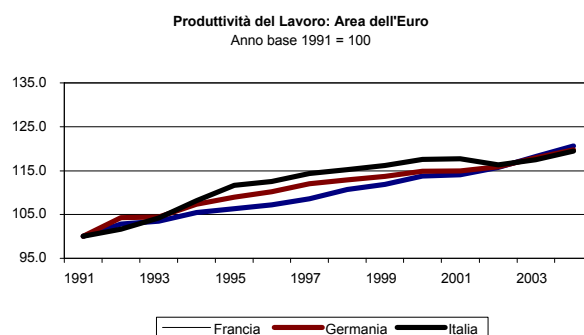
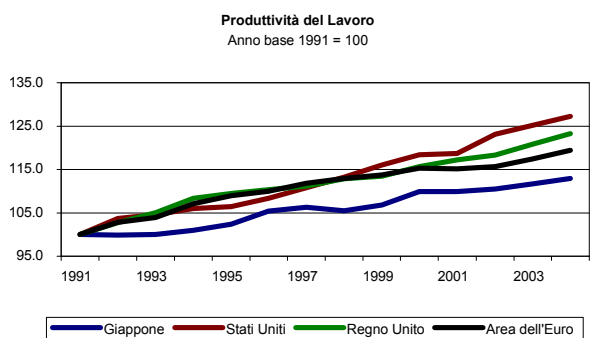
è fermata ad un 1.7% e il Giappone, non ancora assorbita la propria bolla esplosa e colpito dalla crisi asiatica, ad un modesto 0.8%.



Le spiegazioni offerte a interpretazione di un periodo così lungo di crescita ininterrotta sono essenzialmente di due ordini: il primo riguarda una fisiologica sterzata verso una struttura economica più orientata ai servizi che alla produzione manifatturiera, che implica come *by-product* una maggiore stabilità al ciclo economico, il secondo si riferisce a una conduzione della politica monetaria più reattiva e attenta.

La ricerca e attuazione di rimedi che affrontassero una stagflazione che, estranea alla teoria economica coeva, aveva flagellato l'economia americana negli anni settanta, ha lentamente dato inizio ad una revisione strutturale del sistema americano attraverso l'introduzione di maggiore flessibilità nel mercato del lavoro e un processo di deregolamentazione dei mercati finanziari, affiancati da un'opportuna gestione della politica monetaria che, dalla fine del 1979, con l'avvento di Volcker alla Federal Reserve, ha visto un mutamento sostanziale nella gestione delle leve monetarie.

Di lì in avanti, l'invasione delle nuove tecnologie nei processi produttivi ha innescato una accelerazione della produttività del lavoro nel settore industriale, spingendo al rialzo le aspettative sui profitti futuri delle imprese e, in un contesto di inflazione finalmente ridotta e



stabile, i corsi dei titoli azionari.

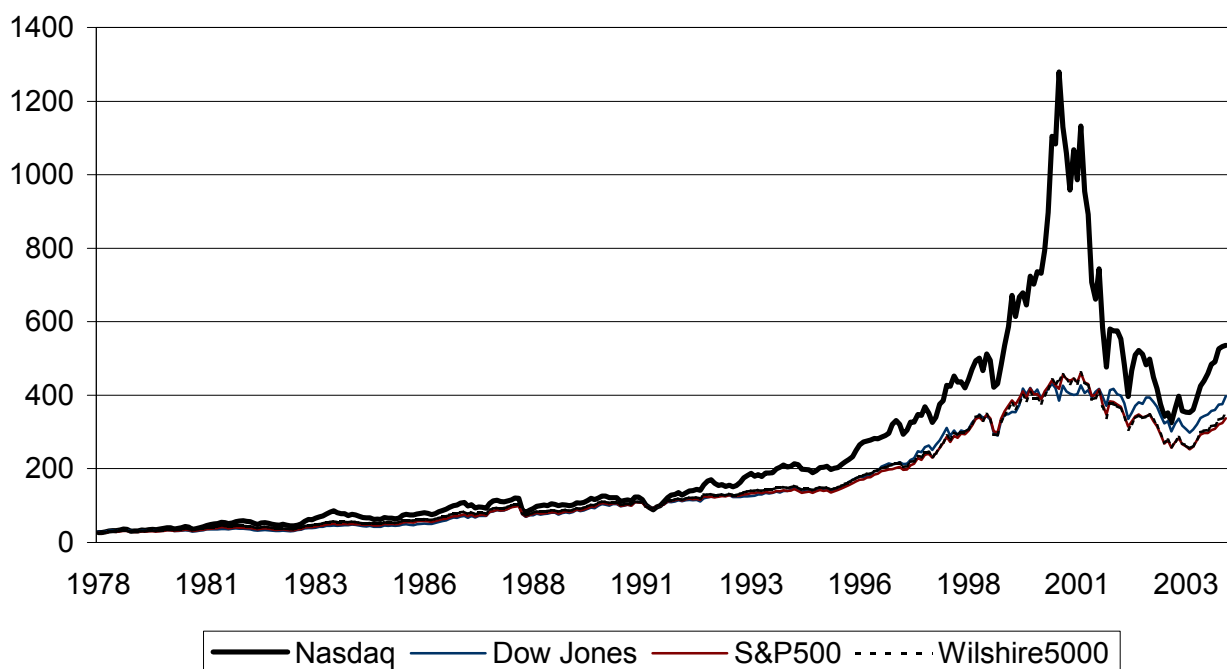
Il fenomeno è esploso agli inizi degli anni novanta, quando all'informatizzazione dei processi produttivi si è aggiunta la nascita di sempre nuove e più numerose imprese che come nella corsa ai territori dell'ovest di fine '800 si precipitavano alla conquista di una nuova e fertilissima terra da coltivare: il mondo virtuale di internet.

La ribattezzata *New Economy* ha proposto un nuovo modello di impresa, essenzialmente di servizi, che condivide con il mondo in cui opera l'alto grado di lontananza dai principi tangibili che guidano il vivere e il sentire comune. Quando però queste imprese, la gran parte delle quali si confina in una stanza, hanno fatto il loro ingresso in borsa hanno suscitato lo stesso entusiasmo di un bambino davanti ad un giocattolo nuovo, giungendo in tempi record a livelli di capitalizzazione che fanno impallidire le corrispettive imprese che operano in campi analoghi ma nel mondo reale, con le relative, misurabili attività reali che rappresentano (basti il caso di Priceline.com, un servizio di vendita di biglietti aerei a buon mercato che a pochi giorni dal suo ingresso in borsa ha raggiunto una capitalizzazione pari a 11.7 miliardi di dollari, più di qualsiasi altra vera compagnia aerea...).

Questa euforia ha innescato un'avida corsa al guadagno facile, ulteriormente sostenuta e accelerata dalle possibilità di trading on-line veloce e a costi ridotti offerti dalla rete.

### I Mercati Azionari Americani

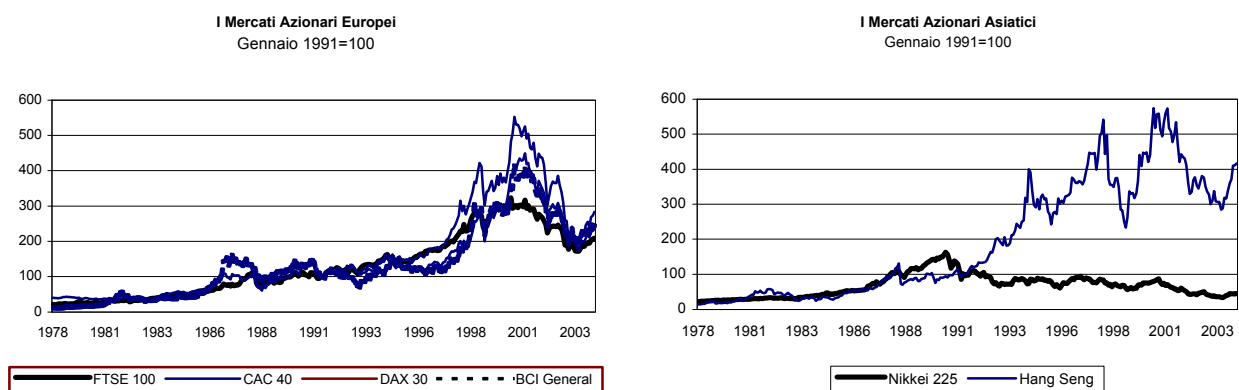
Gennaio 1991=100



Ed in effetti da più parti si è sostenuto come la prima e maggiore causa della creazione di una bolla così voluminosa siano proprio state le speculazioni su imprese neonate con prospettiva di redditività altamente aleatorie, che però sfruttavano proprio le mirabolanti capitalizzazioni indotte dalle quotazioni per procedere a fusioni e acquisizioni che hanno ulteriormente alzato le aspettative di redditività da parte del pubblico.

Per notare come questo sia un giudizio fondato, è sufficiente osservare l'andamento dei vari indici azionari americani e notare come il listino tecnologico in cui sono quotate le imprese della *New Economy*, il Nasdaq, segua un sentiero di crescita che per tutto l'ultimo decennio del secolo si situa al di sopra degli altri indici, a loro volta molto prossimi gli uni agli altri.

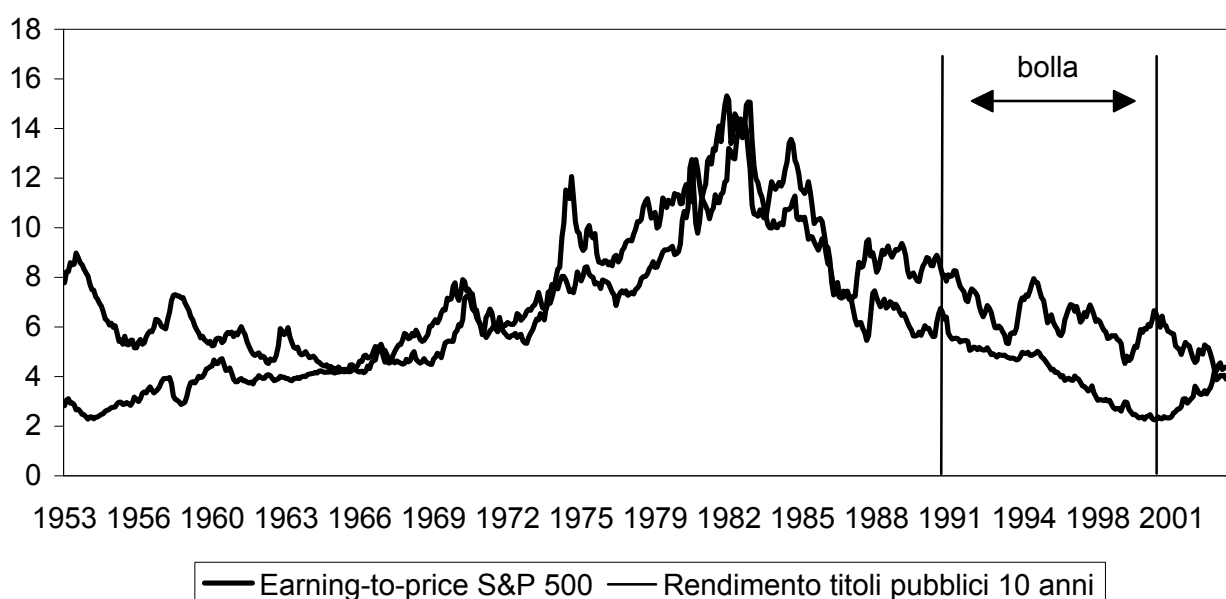
I listini europei, come da tradizionale copione, hanno più o meno velocemente e più o meno strettamente legato i propri destini e i propri sentieri di crescita a quelli americani. Qui però i principali mercati azionari hanno sperimentato una crescita più vicina agli indici della *Old Economy* Americana (entro i 600 punti di picco su base Gennaio 1991 = 100), performance dovuta soprattutto al fatto che i listini tecnologici europei si caratterizzano per minore rilevanza e nascita più recente rispetto ai cugini d'oltreoceano. La creazione di una bolla è però anche qui evidente, *a posteriori*. Gli indici asiatici evidenziano una storia un po' differente: l'economia giapponese ha sperimentato anzi tempo una esuberanza irrazionale sui mercati finanziari, che ha consentito una crescita delle quotazioni di più del 70% in soli due anni, al termine dei quali, nel Gennaio 1990 la bolla è scoppiata e ha spinto il sistema verso una lenta, inesorabile discesa che lo ha condotto nella trappola della liquidità di tassi d'interesse reali negativi e una recessione che non si presentava da 23 anni.



Nello specifico, la caduta in recessione non è stata causata dallo scoppio della bolla, quando i margini per una politica monetaria di sostegno della domanda erano ancora ampi, ma dalla crisi generalizzata del mercato asiatico del 1998, che ha depresso l'intera area continentale in un momento in cui i tassi d'interesse erano già prossimi allo zero e le possibilità d'intervento erano perciò assai ridotte. E proprio quando sembrava che il sistema stesse uscendo dalla fase critica, lo scoppio della bolla americana ha rimescolato le carte e rimesso tutto in discussione.

Il dubbio che si sia trattato di una bolla speculativa e che il mercato azionario fosse altamente sopravvalutato si scioglie con l'osservazione dell'indice finanziario rilevante: il price-earning ratio. Tale indice costituisce il reciproco della redditività di una singola azione, la quale redditività è l'unica variabile che un agente ottimizzante tiene in considerazione nelle scelte allocative del suo risparmio: nella misura in cui il rendimento di un titolo azionario è maggiore di quello di un titolo privo di rischio a lungo termine, allora la preferenza per i titoli rischiosi ha un fondamento teorico razionale e il mercato azionario è valutato coerentemente. Nel momento in cui questo rendimento atteso scende al di sotto di quelli associati a titoli *risk-free*, sia a causa di diminuzioni negli utili d'impresa che a causa di aumenti ingiustificati dei prezzi azionari, allora la detenzione di azioni invece di titoli del debito pubblico può trovare giustificazione o nell'arbitraggio o nell'aspettativa di crescite enormi nei profitti futuri. Nello specifico, questo secondo caso è ritenuto fisiologico se non

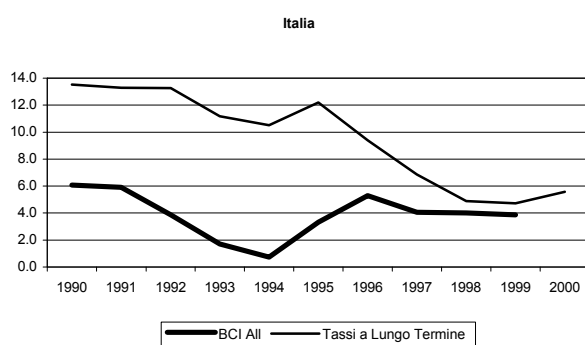
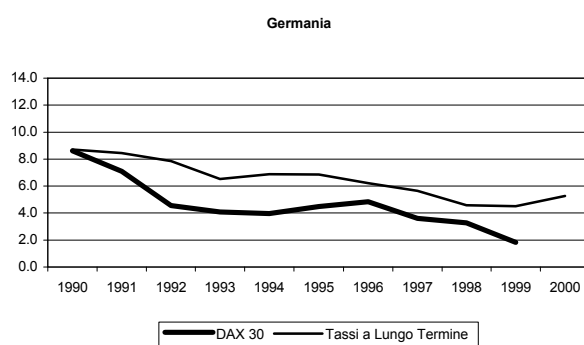
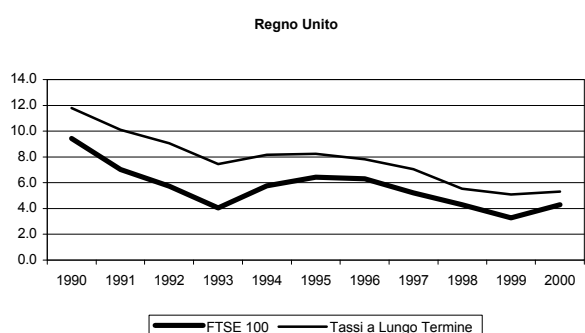
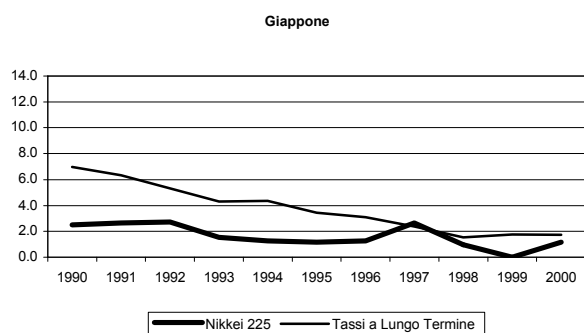
### La bolla speculativa



si trascina troppo a lungo: un livello dell'earning-to-price permanentemente più basso del rendimento di un titolo *risk-free* a lungo termine elegge a unica giustificazione l'arbitraggio, è evidenza sufficiente di una sopravvalutazione del mercato, ed è, semplificando, uno degli indici utilizzati dalla Federal Reserve (c.d. *Fed Valuation Model*).

Questo è esattamente quello che è successo negli anni novanta negli Stati Uniti e, in misura meno rilevante, in Europa. Il price-earning ratio è salito così tanto, spinto da prezzi stellari, da portare il rendimento delle azioni stabilmente al di sotto di quello dei titoli pubblici a scadenza decennale, già dalla fine degli anni '80, per poi invertire la tendenza a fine secolo.

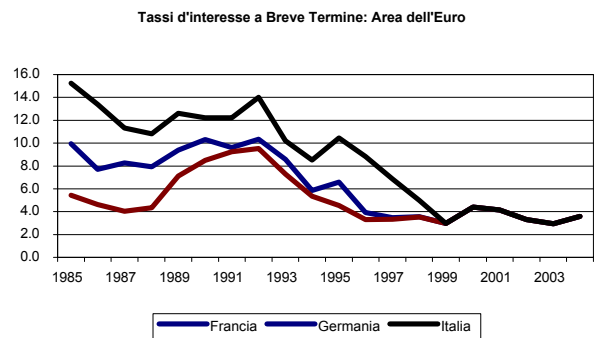
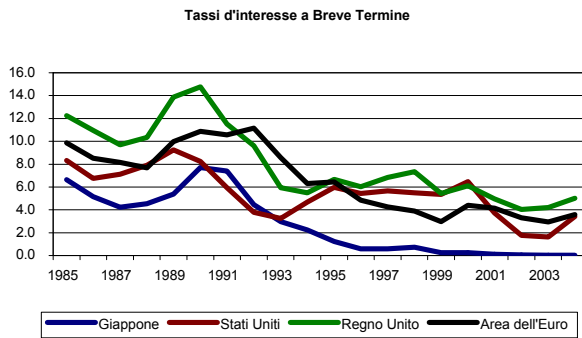
Il fenomeno è, naturalmente, ancora più evidente considerando il Nasdaq. In Europa e Giappone, come detto, la dinamica si è ripetuta, sebbene con caratteristiche e tempi differenziati.



La crescita di tutti gli indici azionari è stata ulteriormente sostenuta ed alimentata da altri fattori strutturali e congiunturali.

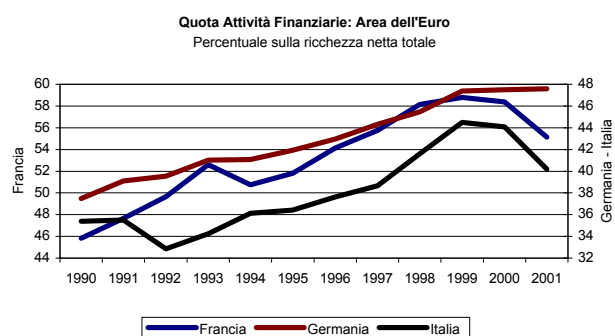
Il crollo dei mercati asiatici, infatti, non solo ha esercitato effetti domino che hanno di fatto risparmiato i mercati americani, ma anzi si è tradotto in un'ulteriore spinta al rialzo dei prezzi di attività quotate in America, che si sono a quel punto proposti nel ruolo di valori rifugio dalla fuga convulsa di capitali dall'Asia.

In questa situazione, le imprese americane e, pur in misura più attenuata, europee non solo hanno visto moltiplicarsi le fonti di finanziamento sul mercato ma si sono giovate anche di una tendenza al ribasso dei tassi di interesse a breve termine, che hanno ulteriormente alimentato una corsa già sostenuta.



A questi fattori congiunturali vanno aggiunte delle considerazioni di carattere strutturale.

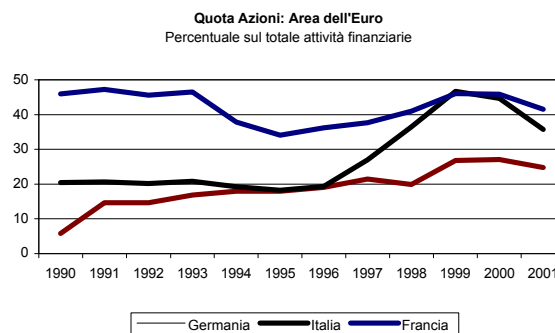
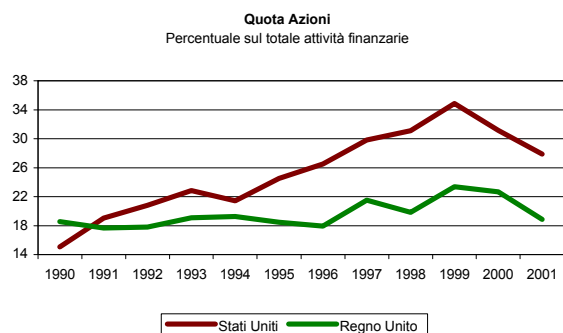
Nel decennio scorso si è infatti assistito ad una graduale riallocazione della ricchezza netta da parte dei privati tra le varie attività, con una tendenza ad aumentare la dimensione assoluta del debito per finanziare gli investimenti finanziari, in netta crescita sul totale della ricchezza nel periodo in esame.



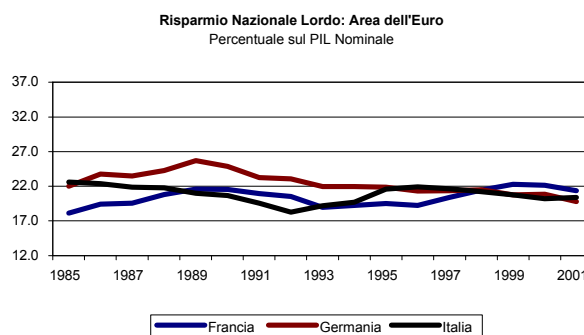
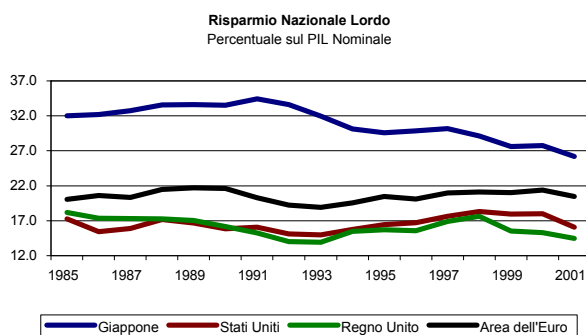
Se però la tendenza a riallocare la ricchezza a favore di attività finanziarie è comune a Stati Uniti ed Europa, si intravede una differenza nella riallocazione all'interno delle attività finanziarie stesse. Il pubblico americano, attratto dalle enormi possibilità di arbitraggio e guadagno sul mercato azionario poste in essere soprattutto dalla vorticosa crescita nelle quotazioni di imprese legate alle nuove tecnologie, infatti, si è distinto da quello europeo per una più accentuata tendenza a concentrare l'aumento di investimenti finanziari sul comparto azionario. In Europa una crescita



simile è riscontrabile solo in Italia, in cui però un ruolo preponderante sembra essere stato giocato dal massiccio processo di privatizzazione in atto dalla metà del decennio scorso.

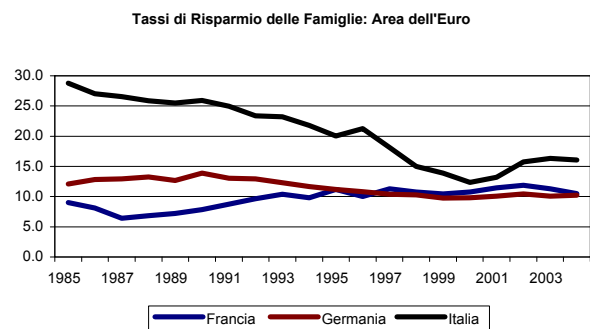
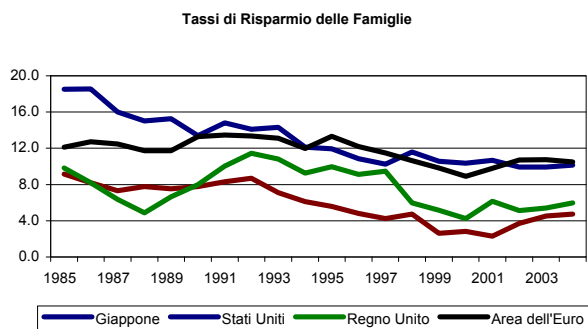


A fronte di queste tendenze, che indicano chiaramente l'estrema attenzione che il toro ha richiamato su di se', riuscendo ad attrarre sempre maggiori risorse e ad autoalimentarsi, si nota un'altra tendenza strutturale caratteristica degli anni '90: la dinamica del saggio di risparmio.



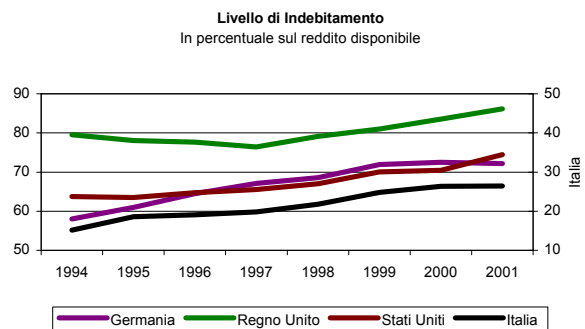
Dopo due decenni di lenta discesa del saggio di risparmio nazionale lordo, gli anni '90 hanno visto una sostanziale stabilizzazione o addirittura un aumento nei principali Paesi OCSE. Eccezioni sono la Germania, in cui il saggio ha continuato a scendere fino al '95, e il Giappone, la cui controtendenza è stata una lieve crescita fino al 1991, seguita da un declino ancora in arrestato. Anche in questo caso, la realtà giapponese (in cui comunque il saggio di risparmio nazionale resta a livelli mediamente più alti che altrove) sconta le proprie dinamiche macroeconomiche, che hanno indotto una diminuzione tanto del risparmio privato quanto di quello pubblico, volto a sostenere la domanda.

Nel resto dei Paesi industrializzati la ricerca o la necessità (come nel caso dell'Area dell'Euro) di una condotta più rigorosa in termini di finanza pubblica, ha generato una inversione di tendenza che ha portato molti Paesi a raggiungere avanzi di bilancio pubblico. Se questa tendenza è solo vagamente percepibile nella dinamica del risparmio nazionale lordo, il motivo è l'opposta direzione assunta dal saggio di risparmio privato, che ha compensato la dinamica di quello pubblico.



Con l'eccezione della Francia, infatti, si è assistito ad un netto e generalizzato declino nei tassi di risparmio delle famiglie, che negli Stati Uniti ha raggiunto i minimi storici al livello di 2.3% nel 2001.

Questa dinamica del saggio di risparmio privato, specie nella seconda metà del decennio, e specie se associata a quella del livello di indebitamento e di investimenti in azioni rispetto al reddito disponibile, suggerisce una chiave di lettura finanziaria del fenomeno. L'interpretazione che sembra emergere è, infatti, che il brusco aumento dei prezzi azionari, in presenza di bassi tassi di interesse a breve, abbia causato una corsa al reperimento di risorse da investire in una borsa in vorticoso crescita, il cui aumento di valore è stato valutato dalle famiglie come un incremento permanente della ricchezza, con le conseguenze note di incremento dei consumi e un declino, appunto, dei risparmi privati.



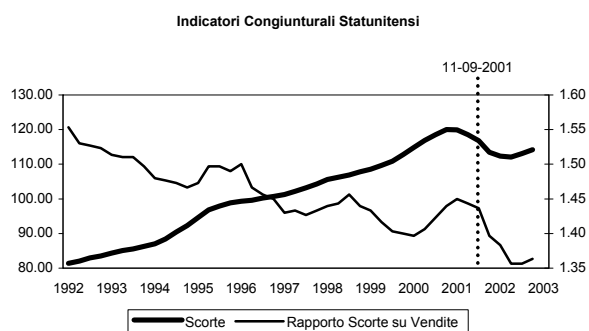
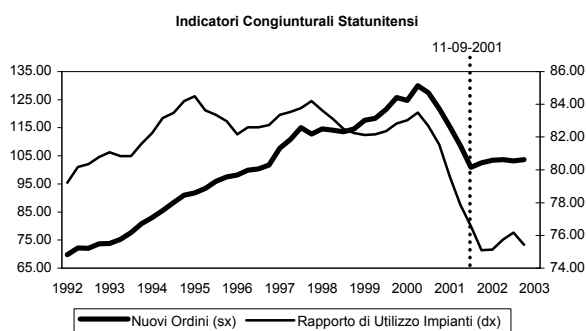
## 2.2. Lo scoppio della bolla e l'inizio della recessione

All'inizio del 2000, i primi segnali che la corsa stava per arrivare a destinazione cominciarono a farsi notare. Nonostante i consumi privati non avessero arrestato la loro crescita, le prime indicazioni di un rallentamento dell'economia arrivarono dalle imprese, i cui volumi di scorte cominciarono ad accelerare. In un contesto di crescita prolungata, l'accumulazione di scorte che si discosti dal valore tendenziale è solitamente un indice che l'attività sta arrivando a saturazione. Nella stessa direzione si interpreta l'andamento del rapporto scorte-vendite, la cui brusca inversione di tendenza è causata non solo dalla menzionata accelerazione nei volumi di scorte, ma anche da un primo declino delle vendite.

Investimenti in nuove tecnologie ancora promettevano guadagni di efficienza, ma l'impressione è che le aspettative avessero superato la realtà più favorevole e che si cominciasse a dubitare di aver già scontato ogni possibile ulteriore profittabilità.

Nonostante i primi tagli alla produzione che cominciarono a ridurre il grado di utilizzo degli impianti e i nuovi ordinativi, il rapporto tra scorte e vendite continuava ad essere troppo alto.

In questo contesto i citati dubbi cominciarono ad esercitare i primi effetti sulle quotazioni di borsa, che in poche settimane sparsero il panico e provocarono il temuto crollo.

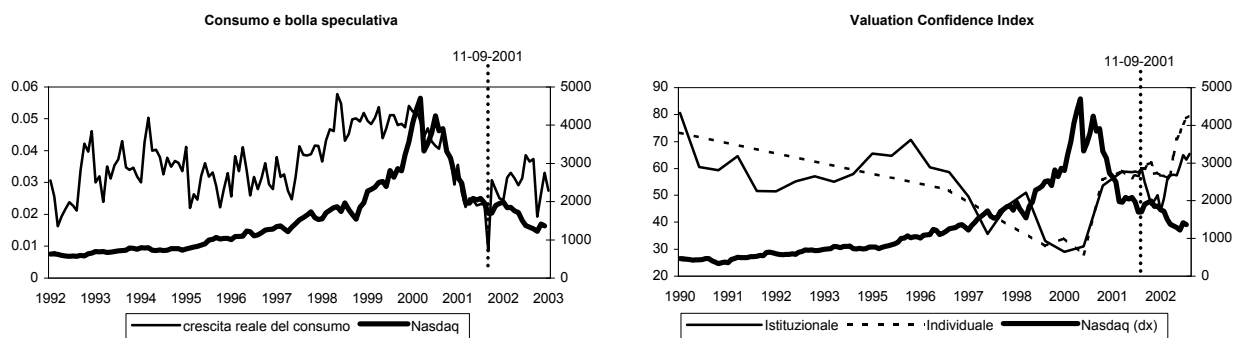


Questa volta gli effetti reali sono immediati e rilevanti. Per capire quanto la corsa all'oro degli anni '90 abbia stretto il legame tra economia finanziaria ed economia reale basta notare come mentre nel 1988 la capitalizzazione di borsa rappresentava circa il 50% del PIL americano, nel momento di massima espansione dei mercati azionari essa rappresentava più del 150% del Prodotto Interno Lordo, a fronte di un portafoglio medio azionario in mano a privati che superava il 25% delle attività contro un 11% del 1990.

L'effetto sulla crescita del consumo appare immediato, portandola da un tasso del 5.4% annuo del dicembre '99 al 2.3% dell'agosto 2001, subito prima di un crollo momentaneo nel mese degli attentati al WTC, in cui venne toccato lo 0.8%. Nello stesso lasso di tempo si consumò la rovinosa caduta del Nasdaq, che riuscì a bruciare il 64% del proprio valore, tornando ai livelli di quattro anni prima, quando era quotato attorno 1700 punti.

Il livello dei price-earning ratios dei mercati azionari era però ancora troppo alto rispetto ai valori storici di lungo periodo, nonostante anche i tassi d'interesse sui titoli a lunga scadenza cominciarono a scendere. Tutti i listini continuarono perciò la propria discesa, pur con più moderazione, spinti anche dalle rinnovate incertezze introdotte sul palcoscenico internazionale dagli attentati terroristici negli Stati Uniti.

Interessante è la valutazione consentita dall'analisi del *Valuation Confidence Index*, elaborato dalla School of Management dell'Università di Yale. Tale indice esprime la percentuale degli agenti economici privati e istituzionali che ritiene che il mercato azionario non sia sopravvalutato.



La dinamica del *Valuation Confidence Index* sembra confermare che la bolla è scoppiata proprio quando la percezione di una sopravvalutazione, date le condizioni strutturali e congiunturali, diventa sufficientemente diffusa tra gli agenti economici. Nel momento del crollo del Nasdaq solo il 29% degli agenti ritenevano che il mercato non fosse sopravvalutato e non necessitasse quindi di una correzione, contro il 59% del 1997. Il profondo crollo ricostituisce in fretta l'opinione che la valutazione si riavvicina ai fondamentali, fino al Settembre 2001. All'indomani del crollo delle Torri Gemelle i giudizi, fino a quel punto concordi, di istituzioni e individui si dividono, con le istituzioni che giudicano più probabile una nuova correzione al ribasso degli indici.

### 2.2.1. Le conseguenze economiche dell'11 Settembre.

L'attacco terroristico agli Stati Uniti è avvenuto in una situazione congiunturale mondiale già precaria e scossa da cause prettamente economiche. Nondimeno, l'impatto del più grave attentato nella storia americana e dell'occidente intero avrebbe potuto, da solo, assestare un duro colpo all'economia statunitense, prima, e mondiale, di riflesso.

In una situazione in cui molti sistemi economici erano già in ginocchio, tuttavia, un evento di questa portata ha avuto effetti economici che sono stati rilevanti, ma, date le circostanze, estremamente transitori. Gran parte del merito di questa reazione rapida e di successo dell'economia, va indubbiamente alla risposta, opportunamente vigorosa, dei *policy makers* americani ed europei.

A fronte di un livello di produzione contratta e di forti riduzioni negli investimenti privati, politiche di *deficit spending* hanno contribuito a sostenere la domanda, insieme a quelle categorie di consumo che potevano beneficiare di prezzi dell'energia più bassi.

Nella stessa direzione hanno spinto politiche monetarie espansive che hanno dato stimolo a settori industriali penalizzati dai crolli negli investimenti e dal *flight to quality* che contribuì ad un ulteriore declino negli indici azionari. Il differenziale tra rendimenti dei titoli pubblici e privati si allargò, così come aumentò la volatilità sui derivati su tutte le variabili di prezzo commerciabili.

Anche sui mercati azionari, però, l'effetto degli attentati si esaurì in fretta, lo S&P 500 perse 7 punti percentuali tra l'11 e il 19 Settembre, ma un anno dopo aveva guadagnato il 15%. I differenziali si restrinsero e la volatilità osservò una riduzione generalizzata.

La distruzione e il danneggiamento di intere parti dell'infrastruttura finanziaria di New York minacciò ripercussioni domestiche e internazionali rilevanti, scongiurate dall'immediato annuncio della Fed che si rendeva disponibile ad immettere una quantità virtualmente illimitata di liquidità per evitare fallimenti a cascata.

Ingenti quantitativi di *emergency spending* furono autorizzati dal Congresso per soccorrere principalmente le linee aeree, principali vittime delle ripercussioni economiche. Anche in altri Paesi dell'OCSE furono adottate manovre simili, con l'unico limite del più ristretto spazio di manovra di cui molti disponevano.

Nel complesso gli effetti economici degli attentati furono molto più miti di quanto si fosse temuto in un primo momento, in gran parte grazie ad una accorta gestione della crisi. L'abbattimento del costo del credito e la fornitura di liquidità a pioggia sono da molti

indicati come i provvedimenti più efficaci nella difficile opera di salvaguardia del sistema finanziario cui si trovavano di fronte le autorità di politica economica dell'intero occidente. Nella valutazione dello scenario economico del decennio scorso, pertanto, l'incidenza dell'attacco terroristico, pur nella sua drammaticità e molteplicità di conseguenze politiche, diplomatiche e geopolitiche, risulta di rilievo trascurabile.

### **3. Finanza privata, regolamentazione e stabilità economica**

#### **3.1. Gli scandali contabili.**

Di rilievo più consistente, per l'impatto che ha avuto sul sistema finanziario e per i dibattiti che ha suscitato in sede di discussioni accademiche, politiche e sociali, è certamente il fenomeno degli scandali contabili, che ha certamente agito da cassa di risonanza per i limiti di un capitalismo evidentemente troppo libero dai necessari controlli di trasparenza e correttezza e ha amplificato gli effetti reali di una crisi finanziaria diventata ormai pervasiva e pericolosamente persistente.

##### **3.1.1. Gli Stati Uniti**

A partire dalla metà del 2001 l'America dell'innovazione e del boom ventennale fu profondamente scossa dal coinvolgimento, prima sporadico poi drammaticamente sistematico, di sempre più compagnie in episodi di cattiva gestione, corruzione e bancarotte fraudolente, in due casi sfociate addirittura nel suicidio di uno dei protagonisti.

Persino il presidente George W. Bush fu costretto a rispondere dei propri legami passati con una delle compagnie oggetto di indagine da parte della SEC.

Il caso più eclatante, che aprì la stagione degli scandali e ne divenne il simbolo, fu quello del gigante texano dell'energia Enron Corp., che il 2 dicembre 2001 cominciò le procedure ufficiali di bancarotta, dopo aver ammesso che negli anni precedenti i suoi profitti erano stati dichiarati più alti della realtà di qualcosa come 600 milioni di dollari, e dopo che il suo vicepresidente J. Clifford Baxter si era suicidato.

Da allora l'attenzione di osservatori nazionali ed esteri si concentrò sulla ricostruzione del crack, consumatosi in poco meno di dodici mesi, da quando il 25 gennaio 2001 la Enron aveva alzato le stime dei profitti per l'anno in corso: la valutazione della compagnia era allora ai massimi livelli e un'azione valeva più di \$81.

Questi i fatti. Nel mese di agosto 2001, dopo mesi in cui si erano susseguite voci riguardo un'eventuale rinuncia all'incarico da parte dei revisori della Andersen Consulting, e in cui i prezzi erano scesi a circa \$40, l'amministratore delegato Jeffrey Skilling e il presidente Kenneth Lay vendono azioni Enron incassando 15 milioni di dollari a testa. Subito dopo, il 14 agosto, Skilling dopo soli sei mesi di carica si dimette per "motivi personali" a beneficio dello stesso Lay. Gli analisti cominciano allora a dimostrare preoccupazione e dopo le comunicazioni di perdite per 137 milioni tagliano il rating sui titoli della compagnia. Il 21 agosto Lay in una e-mail rassicura i dipendenti che la compagnia è solidissima e incoraggia la sottoscrizione di azioni. Negli stessi giorni incassa 1.5 milioni nell'esercizio di opzioni su titoli della società.

Il 16 ottobre vengono rivelate perdite per 618 milioni: un'azione in borsa vale \$33.

Il 22 ottobre la Enron rivela che la SEC ha richiesto ufficialmente i documenti sulle relazioni fuori bilancio con altre compagnie, una delle quali risulterà gestita dal *Chief Financial Officer* di Enron, Andrew Fastow, il quale ricava da scritture fuori bilancio una cifra vicina ai 30 milioni di dollari. Il prezzo scende a \$20.

L'8 novembre vengono scoperte le carte. La Enron dichiara di aver sistematicamente gonfiato gli utili di circa 600 milioni ogni anno dal 1997. L'Andersen Consulting viene ufficialmente coinvolta nelle indagini della SEC e accusata di aver avallato le pratiche illegali di Enron.

Per un'azione bastano \$8.41.



Il 2 dicembre 2001, quando si avvia la procedura ufficiale di fallimento, un'azione Enron vale 26 centesimi di dollaro! Il 10 gennaio alcuni funzionari della Andersen ammettono di aver distrutto documenti che provavano le collusioni con Enron, la quale viene sospesa dal listino 5 giorni dopo, in attesa della esclusione ufficiale e definitiva.

La Enron Corp. aveva creato una miriade di società fantasma con sedi all'estero, principalmente i Carabi, la cui unica ragion d'essere era vedersi riversare le perdite del gruppo, in maniera che la ben più in vista Enron risultasse in attivo. La Andersen Consulting uscì da questa vicenda con le ossa rotte. Come società di revisione e consulenza risultò distrutta già prima di essere dichiarata colpevole dalla Corte Federale di Houston di ostacolo alla giustizia, operato attraverso la maldestra operazione di distruzione di quintali di documenti incriminati negli uffici della metropoli texana.

In realtà, già prima di Enron si erano verificati casi di fallimenti di compagnie in vista e di cui l'azionariato era diffuso e, quindi, a rischio di effetto epidemia, ma il caso di Enron portò al fallimento una compagnia il cui attivo prima della bufera ammontava a più di 60 miliardi di dollari. Era certamente stato il più clamoroso della storia americana. Sino a quel punto.

<i>Compagnia</i>	<i>Data di fallimento</i>	<i>Capitalizzazione, \$</i>
<b>Pacific Gas and Electrica Co.</b>	4 giugno 2001	<b>21.470.000.000</b>
<b>FINOVA Group, Inc.</b>	3 luglio 2001	<b>14.050.000.000</b>
<b>Federal-Mogul Corp.</b>	1 ottobre 2001	<b>10.150.000.000</b>
<b>Enron Corp.</b>	2 dicembre 2001	<b>63.392.000.000</b>
<b>Reliance Group Holdings, Inc.</b>	6 dicembre 2001	<b>12.598.000.000</b>
<b>Kmart Corp.</b>	22 gennaio 2002	<b>14.600.000.000</b>
<b>Global Crossing Ltd.</b>	28 gennaio 2002	<b>30.185.000.000</b>
<b>Adelphia Communications</b>	25 giugno 2002	<b>21.499.000.000</b>
<b>Worldcom, Inc.</b>	21 luglio 2002	<b>103.914.000.000</b>
<b>NTL, Inc.</b>	5 agosto 2002	<b>13.003.000.000</b>
<b>UAL Corp.</b>	12 settembre 2002	<b>25.197.000.000</b>
<b>Conseco, Inc.</b>	18 dicembre 2002	<b>61.392.000.000</b>

L'esperienza di Enron ebbe l'immediata conseguenza di spargere ulteriore panico in un sistema che aveva già dovuto affrontare l'inversione del ciclo, lo scoppio della bolla



speculativa e l'attacco terroristico. Lo stesso scoppio della bolla si rivelò probabilmente cruciale nel processo di emersione del caso di Enron e di quelli che lo seguirono. Non nel senso che il fallimento fu provocato dalle difficili condizioni finanziarie in cui versava il sistema americano, ma nel senso che lo scoppio della bolla mise pressione sui dirigenti corrotti e li indusse nell'errore fatale.

Ma c'è anche un difetto sistematico, da molti rilevato, del sistema statunitense di *corporate governance* che può avere inciso nella formazione di questi casi patologici. Un sistema, infatti, in cui il controllo dell'impresa sia separato dalla proprietà, in cui l'alto turn-over del management crea legami solo temporanei con l'impresa e in cui la remunerazione dello stesso management prevede anche strumenti derivati sui titoli della stessa impresa che amministrano, come le stock-options, è un sistema in cui gli incentivi a privilegiare la massimizzazione del valore di mercato di brevissimo periodo dell'impresa sono altissimi.

A queste caratteristiche "interne" alle imprese ne va affiancata una esterna. L'anomalo conflitto d'interessi in cui hanno operato le società di revisione contabile e le banche d'affari. Le prime erano soggette ad una regolamentazione che non vietava loro di offrire servizi di consulenza alle stesse compagnie di cui certificavano i bilanci, con l'evidente incentivo ad avallare scelte volte alla sopravvalutazione dell'attivo, per preservare una proficua collaborazione che spesso veniva monetizzata attraverso fenomeni non sporadici di *insider trading*. La regolamentazione delle banche d'affari, dall'altro lato, consentiva ad una stessa banca l'analogo conflitto d'interessi di chi si trova a vendere prodotti finanziari alle stesse compagnie cui offriva anche servizi di consulenza, con l'ovvio rischio che le due cose spingessero in una direzione comune.

Il caso Enron mise molta apprensione nell'opinione pubblica e nella classe dirigente americana, in alcuni casi coinvolte direttamente nel problema, che si affrettò a inaugurare una stagione di controlli sempre maggiori al fine di depurare il sistema dalle mele marce e dimostrare al pubblico degli investitori privati che esso era ancora meritevole di attrarre risorse dal risparmio previdenziale delle famiglie.

Questo portò alla moltiplicazione dei casi sbattuti in prima pagina, enfatizzati dalla maggiore attenzione che media e privati dedicavano alla questione, ritenuta una ferita che arrivava nel più profondo del tessuto socio-culturale su cui gli Stati Uniti avevano basato la loro crescita e il loro ruolo di paradigma economico-capitalista per il resto del mondo.

E non sono mancati casi il cui grado di drammaticità e impatto sul sistema è stato di rilevanza pari, se non superiore, a quello di Enron.

Il 28 gennaio 2002, fallì la Global Crossing Ltd., i cui asset prima del crollo valevano più di 30 miliardi di dollari. La compagnia era una delle principali nel settore delle telecomunicazioni, nonostante operasse da soli cinque anni. Il suo crollo in borsa fu principalmente dovuto ad un azzardo strategico che la portò ad indebitarsi per miliardi di dollari da investire nel *business* delle fibre ottiche, che si rivelò un territorio già congestionato di operatori e quindi dai risicati margini di profitto. Lo scandalo però scoppiò quando la SEC avviò un'inchiesta sui metodi contabili usati dalla Global Crossing, sospettata di aver artificialmente gonfiato i ricavi.

Nell'occhio del ciclone, anche se non ancora ufficialmente fallita, è anche l'altra grande società di telecomunicazione USA, la Qwest Communications, cui sono state contestate irregolarità contabili volte ad incrementare la profittabilità ed attirare nuovi partners e clienti. Il presidente Joseph Nacchio, dopo aver intascato 300 milioni dall'esercizio delle sue stock-options, fu il primo a farne le spese, perdendo la sua poltrona.

Coinvolte da indagini della Security Exchange Commission su pratiche contabili sono anche due società del settore petrolifero-energetico che hanno messo in serio imbarazzo le due più alte cariche dell'amministrazione pubblica americana. La Harken Energy nel 1990 aveva tra i suoi direttori Gorge W. Bush, il quale quell'anno vendette un ingente pacchetto azionario otto giorni prima che fossero svelate perdite elevate, senza la comunicazione preventiva, dovuta essendo Bush un insider, alla SEC. La Halliburton, una società petrolifera texana, è sotto inchiesta per la riforma degli standard contabili all'epoca, nel 1998, in cui l'amministratore delegato era Dick Cheney, attuale vicepresidente degli Stati Uniti.

Drammatico il caso di El Paso Corp., società texana nel settore energetico, il cui ex vicepresidente Dana Rice si suicidò nel mezzo di un'inchiesta parlamentare sulle pratiche di trading energetico del gruppo.

Tra i casi più recenti quello della Xerox. Al contrario di Enron ed altre società, però, non gli furono contestate dichiarazioni mendaci di ricavi inesistenti, ma solo la manipolazione della messa all'incasso di alcuni contratti di leasing, il cui timing incideva sugli indici di reddito della compagnia. Il risultato era stato che gli utili d'impresa risultavano sovrastimati di circa 1.4 miliardi di dollari su cinque anni. La controversia con la SEC è stata chiusa con il pagamento di una multa amministrativa di 10 milioni, ma questo non sembra aver

soddisfatto gli investitori, che hanno mantenuto una certa diffidenza verso i titoli del colosso delle fotocopiatrici e macchine da ufficio.

Nonostante la pratica della “finanza creativa” si sia dimostrata più diffusa di quanto ci si attendesse, e numerose siano state le compagnie coinvolte, il caso più rilevante in termini di valore di mercato e di impatto sul sistema e la stabilità globale è sicuramente stato quello di Worldcom, gigante delle telecomunicazioni il cui valore dell’attivo superava i 100 miliardi di dollari e la cui attività di gestione di infrastrutture di comunicazione riguardava milioni di utenti.

La Worldcom si rese responsabile della più grande truffa contabile della storia del capitalismo americano, avallata anche in questo caso dai revisori-consulenti di Andersen Consulting: 3.8 miliardi di dollari di costi operativi furono camuffati in investimenti e cambiarono lato nel conto economico, sottraendosi al conto delle perdite.

Gli effetti dell’emersione di queste pratiche fu drammatico: il 9 maggio 2002 Moody’s tagliò il rating dei titoli Worldcom al livello di Junk Bond, e il 21 luglio venne chiesta l’amministrazione controllata.

Questo fu percepito come la rimozione dell’ultimo velo di Maja sull’ossessione delle imprese americane degli anni novanta di inseguire la performance delle azioni, qualunque fosse il costo da riversare sugli ignari investitori. Investitori che hanno visto oltre 4000 miliardi di dollari di risparmi (gran parte in conto previdenziale) bruciare sotto i propri occhi.



L'osservazione e l'analisi di questi fenomeni offrono dunque una seconda chiave di lettura della dinamica dei mercati azionari e degli indici reali. Da un lato, infatti, l'interpretazione più accreditata della brusca inversione di rotta sui mercati azionari statunitensi invoca la presa di coscienza che il mercato avesse già scontato oltremodo la profittabilità prospettica implicita nella rivoluzione tecnologica, richiedendo una fisiologica correzione nella rotta che riportasse la valutazione del mercato su livelli più coerenti con il sentiero di crescita di lungo periodo. Dall'altro, però, l'esplosione di ingenti casi di frode e bancarotta fraudolenta, in settori nevralgici come l'energia e le comunicazioni e con protagonisti del calibro di Enron e Worldcom, si sono prodotti in un persistente effetto domino che ha causato una fuga dall'investimento azionario e lasciato scoperto un lungo nervo cui la stabilità dell'intero sistema economico è particolarmente sensibile. Se una correzione, per quanto profonda, verso il basso degli indici azionari alla fine di un periodo di intensa attività speculativa può essere limitata negli effetti reali indotti, la ripetuta esplosione di numerosi scandali finanziari può avere (ed ha nei fatti avuto) effetti devastanti non solo sui mercati finanziari ma anche sulla stabilità sistemica. Essa infatti non solo ha l'effetto immediato e drammatico di impoverire la moltitudine di piccoli risparmiatori che avevano affidato a manager fraudolenti la propria ricchezza, inducendo così una contrazione dei consumi e aggravando la conseguente recessione, ma ha anche quello, forse più dannoso, di minare alla base una delle colonne portanti del sistema capitalistico: la fiducia del risparmiatore verso il sistema, che consente il legame tra prestatori (le famiglie che risparmiano per il futuro) e prenditori di fondi (le imprese che li investono in produzione di beni e servizi).

### **3.1.2. L'Italia**

Singolarmente (o forse non poi così tanto), la tradizionale tendenza dei mercati europei e, nello specifico, italiano di replicare con qualche ritardo le dinamiche seguite oltreoceano si è manifestata anche con riguardo alle pratiche di cattiva gestione e frode contabile, insinuando il dubbio che i limiti risiedano nel modello stesso di *corporate governance* dominante nei sistemi industriali occidentali, e nel sistema di controlli cui è sottoposta.

Solo un paio di mesi dopo che la Worldcom entrava in amministrazione controllata, a Novembre 2002 anche il nostro Bel Paese scopriva la prima grande mela marcia del suo sistema finanziario e industriale nell'era della globalizzazione: il mancato rimborso di un bond da 150 milioni di euro costa alla Cirio Finanziaria la dichiarazione di default dal Trustee di Londra, nonostante il piano di ristrutturazione prontamente proposto.

Nel giro di poche settimane vengono rinnovati i vertici del gruppo e presentati piani di salvataggio alle banche. I risparmiatori cominciano a tremare.

A Febbraio 2003 vengono svelate perdite per 152 milioni relative all'esercizio 2002, e vengono intraprese le prime azioni legali da parte di associazioni di risparmiatori che chiedevano risarcimenti sulla base di presunte violazioni delle norme sulla tutela del risparmio. A fine Febbraio l'indebitamento supera i 750 milioni di euro.

Tra Maggio e Giugno il consiglio d'amministrazione, la Consob e il Cicer approvano il piano di ristrutturazione finanziaria preparato da Livolsi, che propone agli obbligazionisti un recupero parziale (tra il 15 e l'80 per cento) dei propri crediti nella forma di conversione dei titoli in azioni del gruppo. Il 28 Luglio, però, arriva da Londra la notizia che le assemblee degli obbligazionisti rifiutano il piano di recupero crediti.

Non c'è più spazio per mediazioni: il 31 viene decisa la messa in liquidazione della società. Il crack Cirio ha come estrema conseguenza l'arresto del golden boy degli anni settanta, Sergio Cagnotti. E' l'11 Febbraio 2004.

Pur consumatosi in pochi mesi, le radici del crack affondano però nel decennio precedente, con gli affari Polenghi Lombardo (acquistata nel 1992 in stato prefallimentare dalla Federconsorzi in bancarotta), Cirio (acquistata nel 1993, anche in questo caso approfittando delle difficoltà che la Fisvi aveva nell'onorare gli impegni con l'Iri per la privatizzazione della Cirio-Bertolli-DeRica) e Bombril (società del settore detergenti quotata in Brasile), con cui Cagnotti aveva creato il secondo colosso italiano del latte dopo la Parmalat. Per l'acquisto di queste tre società, cui si è aggiunta in seguito la S.S. Lazio, la holding controllata con quota di minoranza da Sergio Cagnotti, la Cagnotti & Partners Capital Investment, assume progressivamente un livello di indebitamento di cui i flussi di cassa effettivi non consentono il servizio.

E' in questo momento, già dal 1994, che prende corpo il crack Cirio.

Per far fronte al debito della C&P, infatti, e sfruttando le pieghe nella regolamentazione del governo di società e gruppi societari, Cagnotti ha dato vita ad una serie di operazioni intragruppo (C&P vende prima la Polenghi Lombardo alla Cirio, poi la Cirio alla Bombril, poi ancora la Lazio alla Cirio, infine ricompra la Cirio dalla Bombril a credito, generando un buco colossale, apparentemente coperto vendendo poi per un ammontare equivalente la Bombril alla stessa Cirio) il cui unico scopo è quello di portare liquidità dalla base ai vertici del gruppo, senza altri effetti sul gruppo stesso, se non quello di irrigidire la posizione

finanziaria di società quotate la cui stabilità finanziaria incide sui portafogli dei piccoli risparmiatori, specie nel caso in cui ci siano banche, le cui responsabilità sono in corso d'accertamento, che facilitano la collocazione di titoli ad alto rischio presso il pubblico di investitori non professionisti.

In totale, nell'arco di poco più di quattro anni, liquidità per quasi un miliardo di euro viene trasferita dai conti delle controllate alla C&P, nel pieno rispetto dei requisiti di legge. Il punto focale è infatti che attraverso operazioni del tutto lecite, almeno formalmente, si è ottenuto il risultato di drenare liquidità da società quotate, i cui movimenti finanziari devono essere adeguatamente documentati, ad una società non quotata, la C&P, da cui è in principio molto più facile far sparire somme anche ingenti di denaro. Essendo questo effettivamente capitato, nel momento in cui una delle società alla base del gruppo (nella fattispecie la Cirio) si è trovata in crisi di liquidità, la rigidità finanziaria implicata dalle operazioni intragruppo e l'evidente drenaggio di liquidità anche dalla C&P (per quanto non documentato perché non richiesto dalle norme vigenti) ha generato l'insolvenza e l'apertura ufficiale della crisi sociale. Già prima del caso di insolvenza del bond scaduto a Febbraio, però, si erano manifestati segnali preoccupanti di difficoltà finanziarie per la Cirio, quando nel 1999 la mole già spropositata di debito l'aveva costretta a cedere l'intero complesso di attività lattiere proprio alla sua principale concorrente Parmalat, per 800 miliardi di lire.

Il colosso di Collecchio, in definitiva, approfittando della situazione di difficoltà di Cragnotti, aveva riconquistato nel 1999 il ruolo di leader incontrastato del latte in Italia.

Ma la "maledizione bianca" non è rimasta sopita a lungo, e a poche settimane di distanza dallo scoppio del caso Cirio ha colpito anche il gruppo di Tanzi, causando il dissesto finanziario tra i più gravi che l'Italia ricordi, con ripercussioni sull'intero sistema finanziario e industriale italiano, tale da mettere in crisi il paradigma stesso di capitalismo familiare italiano e il sistema di controlli cui esso è soggetto a tutela dell'occupazione e del risparmio privato.

I primi dubbi sulla solidità finanziaria del gruppo si sostanziano nel Febbraio del 2003, quando l'annunciata emissione di un bond da 300 milioni di euro è sonoramente bocciata dal mercato per insufficiente trasparenza delle informazioni sull'operazione: il titolo perde in borsa il 9%.

A Marzo comincia a profilarsi il rischio di insolvenza: il rimborso di un bond del 2002 induce Tanzi a ricapitalizzare la Parmalat per 80 milioni, e tra Giugno e Settembre riesce a

emettere 650 milioni di bonds in due tranches, non piazzati sul mercato ma interamente assorbiti da due soci di minoranza: Nextra e Deutsche Bank. Il mercato e gli analisti non vedono di buon occhio la manovra, interpretando la scelta di piazzare i bond a due soci come un segnale di debolezza: S&P's rivede al ribasso l'outlook del gruppo.

A fine anno, tra Novembre e i primi di Dicembre si consuma la tragedia.

A Novembre Deloitte&Touche e S&P's esprimono dubbi sulle modalità di investimento della liquidità del gruppo di Tanzi, specialmente con riferimento ai 500 milioni investiti sul fondo Epicurum presso le Isole Cayman. Tanzi ribadisce la solidità finanziaria di Parmalat, ma contestualmente annuncia l'uscita da Epicurum.

A Dicembre un bond da 150 milioni in scadenza non viene rimborsato, invocando la mancata liquidazione da parte del fondo Epicurum della quota Parmalat appositamente smobilizzata qualche settimana prima. Il titolo viene sospeso dalle quotazioni in attesa di chiarimenti. S&P's declassa i titoli del gruppo al grado di junk-bonds e parla esplicitamente di rischio default.

L'11 Dicembre il titolo è riammesso in borsa e in pochi giorni perde quasi il 90%, anche a causa della scoperta della grossolana falsificazione di atti che certificavano un conto (inesistente) di 3,9 miliardi presso la Bank of America. A fine mese i titoli Parmalat sono esclusi dal listino. Tanzi è tradotto in carcere. Il buco presunto è di quasi 13 miliardi di euro.



Anche nel caso Parmalat le radici di un crack apparentemente fulmineo e inatteso vanno ricercate nella gestione di numerosi anni, in cui ripetuti movimenti intragruppo spostavano capitali dalle società quotate a finanziarie più o meno rintracciabili e più o meno direttamente riconducibili a quel top management che nel caso Parmalat non si era rinnovato se non solo in componenti trascurabili da quando l'azienda di Collecchio fatturava una piccola parte delle cifre attuali, creando un pericoloso legame tra amministrazione e dirigenza.

Personaggio di primo piano nella vicenda sembra essere l'ex-direttore finanziario di Parmalat Fausto Tonna, presente ai vertici del management del gruppo di Collecchio sin dai suoi albori, che ha intrecciato con l'ex-re del latte Calisto Tanzi i suoi destini, attraverso reti parallele di società off-shore. Infatti, così come riconducibile a Tanzi è una rete di finanziarie che si snodano tra Lussemburgo e Malta per finire nelle Isole Cayman, lo stesso percorso seguono le finanziarie riconducibili a Tonna e gentile signora.

La rete off-shore di Parmalat aveva l'ovvia funzione di generare movimenti circolari che creassero poste dell'attivo solo apparenti, ma che servissero da garanzia per l'emissione di ulteriore debito. In realtà queste poste derivavano da un abile gioco di specchi che consentiva la distrazione di liquidità dalle società quotate, e soggette al controllo di contabilità (peraltro sotto l'occhio di complici società di revisione e consulenza come la Grant Thornton), verso società non quotate e con residenza in paradisi fiscali, le cui norme consentono un'agevole dispersione dei fondi verso lidi non più rintracciabili. Il collegamento tra le due reti di holdings, che potrebbe costituire la via d'uscita della liquidità Parmalat dal proprio circuito off-shore, è costituito proprio dal fondo Epicurum, di cui Parmalat aveva ufficialmente una quota di 500 milioni.

Anch'esso con sede a Gran Cayman, Epicurum aveva in origine lo scopo di assorbire i 7 miliardi di euro di liquidità confluiti nella Bonlat (altra holding di comodo, acquistata al prezzo di due dollari, riconducibile a Tanzi e con sede alle Isole Cayman), per operare investimenti ad alto rischio nei mercati in cui il colosso di Collecchio non era presente. In seguito, forse per i tempi e modi in cui le cose sono precipitate, il fondo viene messo in liquidazione, ma fa in tempo a investire in una finanziaria con sede in Lussemburgo, la Third Millenium, il cui fondatore si chiama Fausto Tonna: si crea così il legame diretto con la rete off-shore riconducibile all'allora direttore finanziario Parmalat.



Alla fine dei giochi, il più disastroso crack italiano del recente passato lascia un buco di quasi tredici miliardi di euro, creando tre ordini di effetti potenzialmente molto più dirompenti di quanto non saranno nella realtà.

Il primo effetto, immediato, è quello di bruciare nel nulla la ricchezza di una moltitudine di risparmiatori (circa 135mila) che nel colosso del latte avevano investito i risparmi di una vita, con il rischio di rallentare una ripresa dei consumi che già arranca. Il secondo effetto è quello di mettere a rischio una delle realtà industriali più importanti del panorama italiano, non solo per le attività lattiere più direttamente collegate con il *core business* del gruppo di Tanzi, ma anche per tutto il suo indotto, richiedendo un intervento mirato delle autorità per evitare ulteriori effetti reali sull'occupazione. Il terzo effetto, potenzialmente il più dannoso, discende dal fatto che la considerazione dei primi due e della tendenza generale descritta anche dal caso Cirio (e quello ancora più recente di Finmatica) tende a creare un calo di fiducia non solo nel risparmiatore nazionale, ma anche negli investitori internazionali, che potrebbero percepire un generalizzato rischio-Italia, con conseguenze profonde e persistenti sulla stabilità e la crescita del Paese.

Un Paese in cui il rischio di insolvenza delle principali società diventa credibilmente elevato, infatti, osserva generalmente un aumento nel rischio percepito anche dei titoli di stato, che riflettono la rischiosità generale del Paese. Un tale aumento generalizzato della struttura dei tassi, congiunto a tensioni sui mercati finanziari, innesca una reazione a catena che, passando per una fuga dei capitali verso altri mercati, un minore accesso a fonti di finanziamento per imprese e famiglie e per un peggioramento dei conti pubblici e delle possibilità di intervento della politica economica, genera contrazioni dell'attività reale e dell'occupazione, surriscaldando una pace sociale già scossa dalla perdita di fiducia verso il mercato finanziario e le istituzioni preposte al suo controllo.

Non molto dissimile è stata l'esperienza dell'Argentina, pur nata su basi differenti.

Il motivo per cui gli effetti reali in Italia saranno verosimilmente più contenuti, come da più parti osservato, risiede nella rete di sicurezza costituita dalla moneta unica, e dalla partecipazione all'Unione Monetaria. Essendo, infatti, i tassi di interesse uniformi in tutta l'area, in questo momento il nostro Paese sta dividendo il maggiore rischio di investire in Italia con gli altri membri dell'Unione, che "garantiscono" sulla nostra solvibilità e consentono un assorbimento più graduale dello shock.

## **3.2. La risposta delle istituzioni**

### **3.2.1. Gli Stati Uniti: il Sarbanes-Oxley Act.**

La risposta delle autorità americane di fronte all'ondata di crisi societarie che minacciavano ripercussioni ben più gravi di quelle della bolla speculativa che scoppia o del WTC che crolla, non si è fatta attendere. Il 30 luglio 2002, il Congresso degli Stati Uniti approva il Sarbanes-Oxley Act (altrimenti noto come *Corporate and Auditing Accountability, Responsibility and Transparency Act*), con il quale vengono stabiliti una serie di principi che stabiliscono nuovi standard contabili, di responsabilità e trasparenza che guideranno, da ora in avanti, le relazioni tra società, revisori e regolatori.

I principi cardine possono essere riassunti in dieci punti.

1. viene stabilita la creazione di una task force in materia di frode societaria, con lo scopo di coordinare a livello federale il lavoro delle varie agenzie locali interessate alla materia, nel tentativo di rendere più efficiente l'attività di controllo e individuazione di casi di frode
2. vengono raddoppiate le sanzioni penali per frodi postali e via Internet, fino a raggiungere un massimo di dieci anni di reclusione; si prevedono clausole aggravanti per amministratori o managers in caso di accertata responsabilità individuale o collettiva nelle frodi
3. si caratterizza come reato penale l'esercizio di pressioni sui revisori per ottenere dichiarazioni mendaci sullo stato dei conti societari
4. si impone l'obbligo di comunicazione in tempo reale alla SEC di tutte le informazioni che riguardano transazioni finanziaria interne alla società o che riguardano titoli della società; si sancisce il divieto per il management di trattare in titoli della società gestita in periodi di black out di un fondo pensione (ovvero quando lo stesso gestore del fondo inibisca le trattative sul fondo stesso ad almeno il 50% dei sottoscrittori)
5. si crea un'autorità indipendente di supervisione delle società di revisione, il *Public Company Accounting Oversight Board*, con il potere di infliggere sanzioni, fino all'inibizione dall'esercizio della professione; il controllo del *Board* è affidato alla SEC
6. si sancisce il divieto, in casi specifici, di cumulare l'esercizio dell'attività di revisione contabile e quello di consulenza con riferimento alla stessa società, con attribuzione

- alla SEC della facoltà di estendere la casistica soggetta al divieto; si dispone, inoltre, l'obbligo di rotazione dei soggetti in concreto preposti alla revisione
7. si dispongono maggiori risorse finanziarie per la Security Exchange Commission, consentendo un aumento del bilancio pari a 20 milioni
  8. si assegna alla SEC il potere di sospendere amministratori ritenuti colpevoli di abuso dei loro poteri, senza il bisogno di una preventiva autorizzazione giudiziaria
  9. viene demandato alla SEC il compito di valutare se sussistono le condizioni per il rimborso alla società di profitti illecitamente sottratti da amministratori, e, nel caso, le si assegnano i poteri di imposizione di tale restituzione
  10. si prescrivono una serie di attività di ricerca volte a stabilire l'esistenza di aree in cui persistono casi di conflitto d'interessi per i revisori del bilancio e la fattibilità, le modalità e i costi di un eventuale passaggio da un sistema di contabilità basato su "regole" a uno fondato su "principi".

Il Sarbanes-Oxley Act e tutti gli altri interventi normativi e regolamentari al vaglio delle autorità americane, rappresentano un approccio su cui anche le autorità del vecchio continente stanno, come giusto, riflettendo.

Come spesso accade in seguito a fenomeni che sconvolgono dalle fondamenta un sistema finanziario ed economico, anche in questo caso si è manifestato il positivo effetto collaterale di stimolare un'attenta riforma del regime di controllo sui mercati finanziari da parte di istituzioni forse fino ad ora troppo poco coinvolte. In effetti la risposta delle autorità statunitensi è stata vigorosa e la cosiddetta legge "anti mele marce" ha attaccato frontalmente e senza ambiguità l'origine primaria di distorsioni nei mercati e comportamenti fraudolenti: l'esistenza di conflitti di interesse tra operatori di un settore. A questo fine, il Sarbanes-Oxley Act ha profondamente inciso su entrambi i punti generalmente ritenuti responsabili del trend assunto dalla finanza americana: il ruolo delle società di revisione e consulenza e delle banche d'affari e la responsabilità di manager e amministratori.

Da un lato, infatti, si sono imposti divieti di cumulo di funzioni e controlli più stringenti sulle prime, per garantire l'indipendenza dell'auditing, della consulenza e della fornitura di servizi finanziari e stroncare sul nascere episodi di conflitti di interessi, dall'altro si sono aumentati i requisiti di trasparenza nelle comunicazioni sociali e inasprite le sanzioni amministrative e penali per i trasgressori.

Il tentativo è quello di rendere il sistema più affidabile, di recuperare quella credibilità così abilmente compromessa da pratiche di avidità di massa, ai tempi della corsa all'oro virtuale, e di cupidigia individuale, sfociata nella più imbarazzante ondata di scandali societari che la storia del capitalismo occidentale ricordi.

### **3.2.1. L'Italia: la SuperConsob nel nuovo diritto societario.**

Il dibattito sulle misure da adottare per prevenire che casi di cattiva gestione e frode in società la cui salute finanziaria e industriale abbia importanti riflessi sul risparmio privato, l'occupazione e la stabilità sistemica, ha contagiato anche il vecchio continente e l'Italia già alla vigilia dei casi Cirio e Parmalat, i quali ne hanno sottolineato la rilevanza, così come l'urgenza di trovare soluzioni adeguate.

Il panorama normativo in cui si inserisce la risposta italiana ai grandi crack recenti, è stato modificato di recente con tre decreti legislativi che sono intervenuti in tema di "diritto societario e di intermediazione finanziaria", di "società di capitali e società cooperative" e di "illeciti penali e amministrativi riguardanti le società commerciali".

Nel contesto di una generale deregolamentazione delle società di capitali, specie per le fasi costitutive, le novità più rilevanti ai fini del dibattito in esame sono essenzialmente due: la disciplina del controllo contabile e quella della sanzione degli illeciti.

La prima integra la normativa del TUF disciplinando in maniera esplicita il ruolo delle società di revisione contabile. Viene ribadito il divieto per le società di revisione di prestare anche consulenza a una stessa società o ad altra dello stesso gruppo; viene attribuito "all'assemblea" (e di conseguenza alla proprietà) il diritto di nomina e revoca dei revisori; viene stabilita in tre anni la durata dell'incarico.

La seconda novità riguarda la modifica degli artt. 2621 e ss. c.c., in tema di "false comunicazioni sociali". Le modifiche più rilevanti sono quattro. Si stabilisce la distinzione tra fattispecie contravvenzionale, che tutela la generica trasparenza del mercato, e fattispecie delittuosa, in cui invece è il patrimonio della società ad essere tutelato. Si introduce il principio secondo il quale la punibilità (anche nel caso dell'ipotesi delittuosa) è soggetta a requisiti di gravità relativa minima dell'illecito (5% del risultato economico d'esercizio o 1% del patrimonio netto). Si limita la procedibilità d'ufficio nel solo caso di società quotate. Si riducono da 5 a 4 anni di reclusione le pene massime applicabili, e i conseguenti tempi di prescrizione del reato. Le prime due norme riducono la fattispecie configurata come reato

penale, relativizzandola al danno effettivo, le seconde incidono sulla perseguibilità del reato, una volta accertato.

Sullo sfondo di questo panorama normativo, il dibattito italiano si è concentrato su quale sia il profilo ottimale lungo il quale indirizzare una riforma dell'impianto di regolamentazione e controllo a tutela del risparmio privato. Dal dibattito accademico sembra emergere convergenza sull'opportunità di un "modello per finalità", in cui la vigilanza è attribuita a due autorità indipendenti, reciprocamente e dal governo, che si preoccupano di tutelare l'una la stabilità del sistema bancario, in quanto depositario del risparmio "inconsapevole", l'altra di vigilare sulla correttezza e trasparenza delle operazioni delle società che accedono al capitale di rischio, in quanto depositarie del risparmio "consapevole". Le ragioni di questa convergenza risiedono nella diversa natura che hanno le ormai variegata ed altamente eterogenee forme di risparmio disponibili, che richiedono in principio forme di tutela differenti. Un "modello per settori" diventa poco funzionale in sistemi i cui mercati finanziari sono altamente integrati e sviluppati e i servizi e gli strumenti di intermediazione offerti sono molteplici. La distinzione rilevante diventa allora appunto tra risparmiatore inconsapevole e investitore consapevole. Il primo non entra personalmente sul mercato, si limita ad affidare il proprio risparmio ad intermediari finanziari che gli offrono un rendimento basso ma certo, senza preoccuparsi dell'effettivo impiego della propria ricchezza; la migliore tutela per questa categoria di risparmiatore è costituita dalla difesa della stabilità del sistema degli intermediari finanziari (bancari e non) e dall'assicurazione dei depositi. L'investitore consapevole, al contrario, entra direttamente sul mercato, scegliendo personalmente e direttamente l'impiego finale del proprio risparmio, nella consapevolezza che la ricerca di rendimenti più alti lo espone a maggiori rischi; è questa categoria di risparmio che è rimasta offesa dai recenti crack negli Stati Uniti e in Italia, cui l'intervento normativo deve garantire maggiore tutela. Ma la tutela, in questo caso, non può che sostanziarsi nel garantire la qualità delle informazioni sulle società nelle cui attività si investe: il rating delle passività da parte di analisti professionisti ed indipendenti, la pubblicazione di prospetti informativi comprensibili ed esaurienti per ciascuna emissione di debito e un più generale controllo di trasparenza e veridicità delle comunicazioni sociali sono strumenti necessari di tutela di questa tipologia di risparmio.

Questo modello di attribuzione dei poteri di controllo implica che nella scelta tra un regolatore unico (ad es. il caso britannico) e una pluralità di regolatori (ad es. il caso statunitense), la seconda sia l'opzione più adeguata.

La strada seguita dal governo italiano, tracciata nel disegno di legge recante “provvedimenti sulla tutela del risparmio” approvato il 3 Febbraio 2004, ridisegna il sistema dei controlli in Italia basandolo su una super-authority generata da un potenziamento della Consob, in permanente coordinamento con altre quattro autorità (Banca d'Italia, Autorità Antitrust, Isvap e Covip), più o meno parzialmente private delle proprie competenze.

I punti focali del provvedimento possono essere riassunti come segue:

1. la Consob si trasforma nell'“Autorità per la tutela del risparmio”, costituita da cinque commissari (di cui uno con funzione di presidente), un direttore generale e un collegio di tre revisori amministrativi
2. i commissari sono nominati dalle commissioni competenti di Camera e Senato con maggioranza dei due terzi, durano in carica 7 anni non rinnovabili, il presidente è scelto tra i cinque commissari dal Presidente del Consiglio, i revisori sono nominati dal Ministro dell'Economia
3. gli obiettivi primari dichiarati sono “la tutela del risparmio e degli investitori, la fiducia del mercato, la trasparenza e la correttezza dei comportamenti dei soggetti vigilati, l'osservanza delle disposizioni regolanti le materie di competenza [...] la formazione degli operatori e l'informazione del risparmiatore e la redazione dello statuto del risparmiatore e dell' investitore”
4. viene istituito il reato di “nocimento al risparmio”, punito con reclusione fino a 12 anni e ammenda fino a 500.000 euro quando colpisce almeno l'1 per mille della popolazione o distrugge risorse pari almeno all'1 per mille del PIL
5. si delega al Governo l'istituzione di un “sistema di indennizzo dei risparmiatori di tipo mutualistico o assicurativo”, per danni patrimoniali provocati da violazioni delle norme a tutela del risparmio
6. si mantengono a Isvap e Covip le rispettive competenze in tema di vigilanza sugli istituti assicurativi e i fondi pensione
7. si mantiene la competenza esclusiva della Banca d'Italia in tema di vigilanza bancaria al solo fine della stabilità del sistema. I compiti di vigilanza su tutti gli intermediari finanziari con riferimento a finalità diverse dalla stabilità sistemica sono

trasferiti alla nuova Autorità, che ne acquisisce competenza esclusiva, in alcuni casi, e condizionata alla consulenza di Bankitalia, in altri

8. l'autorizzazione di fusioni, acquisizioni e concentrazioni bancarie da competenza esclusiva della Banca d'Italia diventa competenza congiunta di Bankitalia e Autorità Antitrust, che deliberano con atto unico
9. i presidenti delle cinque autorità (SuperConsob, Bankitalia, Antitrust, Isvap e Covip) formano il Comitato permanente di coordinamento, che si riunisce "almeno una volta al mese ovvero su richiesta di uno dei componenti"
10. il Cicer ha "l'alta vigilanza in materia di credito e di tutela del risparmio", nell'esercizio di tale compito può chiedere "dati, notizie e informazioni generali alle autorità", senza che queste possano opporre il segreto d'ufficio.

Resta da valutare se la riforma contenuta nel disegno di legge sulla tutela del risparmio si muove nella direzione auspicata dal dibattito in seno all'accademia e dalle apparenti tendenze internazionali.

Come sottolineato anche da Mario Sarcinelli e Tommaso Padoa-Schioppa dalle colonne del Sole24Ore, la necessità appare quella di focalizzare l'attenzione regolamentare e di supervisione sull'intera struttura dell'intermediazione finanziaria, sulle regole di buona condotta che devono essere seguite dai soggetti che intermediano e da quelli che impiegano il risparmio privato e sulla formazione di conflitti di interesse che devono essere evitati.

Il focus della regolamentazione dovrebbe essere il chi e cosa regolamentare piuttosto che il dove e il da chi.

Quello che non appare adeguatamente affrontato dalle riforme in atto è il problema di come evitare alla base l'insorgere di comportamenti illeciti e la formazione di conflitti d'interesse in seno ad una società che ricorre al capitale di rischio. Proprio perché il risparmiatore che si espone al rischio d'impresa sottoscrivendo titoli di debito privato è a conoscenza dei rischi impliciti nell'investimento, un istituto come quello del sistema di indennizzo assicurativo nel caso di "nocumento al risparmio" appare non solo inutile alla prevenzione di frodi e all'alimentazione di fiducia verso il sistema, ma addirittura dannoso perché rischia di alimentare fenomeni di rischio morale e selezione avversa. Il disegno di legge, inoltre, prevede che a tale sistema si debba "aderire" per poterne beneficiare, ma non specifica in che modo; sarebbe paradossale che un risparmiatore dovesse pagare un premio per garantirsi il rimborso di un titolo di debito nel caso di frode contabile dell'emittente.

Risulterebbe più adeguato un intervento sulla struttura stessa di *corporate governance* delle società con accesso al capitale di rischio; un intervento sui meccanismi cruciali che consentono pratiche collusive che spezzino il legame tra amministrazione e proprietà e tra controllori e controllati e inserisca reali incentivi alla buona condotta e alla corretta gestione aziendale.

Il modo per spingersi in questa direzione non è univoco né oscuro. Una via è quella di delegare ad autorità esterne al governo delle imprese, ed autenticamente indipendenti dal potere politico, la nomina dei sindaci e dei revisori, che non possono essere espressione della proprietà o dell'amministrazione, al cui controllo sono deputati. Una via alternativa è una riforma del diritto societario che garantisca una rappresentanza effettiva dei soci di minoranza, gli unici ad essere interessati unicamente ad una gestione non più che semplicemente onesta, nei consigli d'amministrazione, nei collegi sindacali, nelle operazioni di nomina dei revisori. Una terza via, peraltro complementare alle prime due e non sostitutiva, è quella di promuovere ed incentivare una cooperazione internazionale per ostacolare la fuga incontrollata di capitali verso sistemi i cui regimi di controllo non consentono la rintracciabilità dei movimenti finanziari, all'interno di una riforma normativa che inseguisca una maggiore trasparenza dei movimenti intragruppo.

Neanche la risposta americana ai grandi collassi finanziari è apparsa esauriente lungo queste dimensioni, ma la reazione immediata è stata quella di rendere più difficili e costose le pratiche di collusione tra revisori e amministratori (attraverso l'istituzione di un apposito *board* in seno alla Sec) più certe le regole anti-frode e più aspre le pene per i trasgressori.

La risposta normativa italiana, invece, si concentra sulla creazione di una nuova autorità (soggetta a nomine governative e quindi in definitiva non completamente indipendente dal potere politico, a volte profondamente radicato anche in quello economico) su cui far convergere competenze già presenti nel sistema dei controlli esistente, depauperando l'autorità più indipendente e autorevole del sistema istituzionale italiano, sullo sfondo di un quadro normativo che appare più lassista verso le pratiche quotidiane di irregolarità contabili e non offre un sistema sanzionatorio dal credibile potere deterrente. Questa impostazione non appare adeguata a fornire le certezze necessarie alla ricostruzione di un clima di fiducia convinta e consapevole nella capacità del sistema di creare e gestire la ricchezza privata nell'interesse e nel rispetto del risparmiatore. Perché non agisce sulle cause che consentono l'agire indisturbato di imprenditori, amministratori e revisori



disonesti, che richiederebbero un'attenzione al controllo *interno* alle società, ma si limita a redistribuire le preesistenti competenze di controllo *esterno*, il cui unico potere può essere quello di limitare a posteriori l'incidenza dei danni patrimoniali, ma difficilmente di prevenirli.

#### **4. Conclusioni**

La fiducia del piccolo risparmiatore nell'integrità del sistema economico in cui opera è un elemento cruciale per la sopravvivenza del modello capitalistico di sviluppo economico, perché consente il legame fra i settori dell'economia che accumulano risorse proprie (le famiglie attraverso il differimento dei consumi e, quindi, il risparmio) e quelli che tali risorse impiegano per la creazione di ricchezza reale (le imprese, che prendono a prestito per la realizzazione di progetti di produzione di beni e servizi).

Il risparmiatore può essere inconsapevole e non informato, nel qual caso si limita a depositare i propri risparmi presso le banche che garantiscono rendimenti bassi ma certi; sono le banche che poi si preoccupano *per proprio conto* di investire le risorse in attività dalle caratteristiche di rendimento-rischio più elevate, per trarre profitti dalla propria attività di intermediazione assumendo su di sé il rischio associato all'investimento.

Il risparmiatore può però essere anche consapevole e informato, nel qual caso, proprio come fanno le banche, egli entra in prima persona (tipicamente avvalendosi comunque dell'opera di intermediari) sul mercato dei capitali di rischio, ricercando rendimenti più elevati, ma inevitabilmente più aleatori.

Il risparmiatore consapevole può decidere di investire in capitale di rischio o perché ha fiducia nella redditività prospettica dell'impresa di cui sottoscrive il debito, puntando su guadagni nel medio periodo, o perché ha aspettative di apprezzamento ulteriore dei titoli, su cui ritiene dunque possibile arbitrare per ottenere guadagni nel breve termine. Entrambe queste motivazioni di accesso al capitale di rischio, che determinano l'espansione dei mercati finanziari e la creazione di ricchezza finanziaria e reale, si basano sul prerequisito indispensabile che l'investitore abbia fiducia nell'integrità del sistema.

Negli anni novanta si sono osservate marcate tendenze all'investimento in capitale di rischio tanto per la prima motivazione (stimolata dalla rivoluzione tecnologica che ha migliorato i margini di profitto delle imprese) quanto per la seconda (innescata dal tentativo di

approfittare dell'euforia generale per speculare sulle dinamiche azionarie), determinando l'ascesa dei mercati azionari globali e il successivo crollo, nel momento in cui è apparso chiaro che il movente speculativo cominciava ad essere quello predominante. Le difficoltà generate dal crollo dei mercati, inoltre, hanno reso insostenibili le situazioni finanziarie di imprese la cui solidità era solo apparente, consentendo l'emersione di numerosi casi di frode contabile che, poggiando sulla corsa dei indici, avevano pasciuto amministratori disonesti e revisori compiacenti.

Già la presa di coscienza che il mercato, spinto unicamente da dinamiche endogene, è in grado di distruggere ricchezza più velocemente di quanto non riesca a crearla, è di per sé causa potenziale di allontanamento del piccolo risparmiatore dal capitale di rischio. La scoperta ulteriore dell'esistenza e persistenza nel sistema di comportamenti fraudolenti avallati dalle quelle stesse istituzioni che dovrebbero garantire la correttezza delle pratiche di gestione aziendale e la tutela del risparmio privato, costituisce il colpo definitivo e più grave alla necessaria fiducia del piccolo risparmiatore nel sistema finanziario, scuotendo alle fondamenta anche i presupposti di crescita e stabilità globale.

E' sulla difesa di questa fiducia che le autorità di tutti i sistemi capitalisti dovrebbero concentrare la propria attenzione, coordinando le politiche d'intervento nel quadro di una regolamentazione che in un mercato globale non può che essere di respiro e portata internazionale.

Il sistema americano è sicuramente il più capace di interpretare il bisogno di innovazione e la necessità di contemperarla con un'opportuna flessibilità del mercato del lavoro che conduca a una crescita sostenibile; è sicuramente la più robusta locomotiva che possa trainare il treno dello sviluppo mondiale. È altrettanto vero, però, che l'ultimo decennio ci ha insegnato che la crescita reale poggia molto sulla finanza, che la finanza più di ogni altro aspetto dell'economia moderna lega reciprocamente i destini dei sistemi di tutto il mondo, e che l'industria finanziaria necessita di maggiore competenza tra i suoi operatori, maggiore informazione tra i suoi utenti e maggiore indipendenza delle istituzioni preposte al suo controllo. Non a caso Greenspan, già nel 1996, parlava della necessità che gli operatori finanziari siano dotati di quella *financial literacy* che consenta ai mercati di dominare e controllare endogenamente quella esuberanza irrazionale di cui tutto il mondo, ora, conosce i rischi.

## Riferimenti

AA.vv. Interventi vari su [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info)

AA.vv. Interventi vari su [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com), informazione online

Disegno di legge sulla tutela del risparmio

([http://www.governo.it/Governo/Provvedimenti/testo\\_int.asp?d=21656](http://www.governo.it/Governo/Provvedimenti/testo_int.asp?d=21656))

Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, supplemento ordinario al n. 17, serie generale,  
22 Gennaio 2003

Greenspan, A., *The Challenge of Central Banking in a Democratic Society*, 5 Dicembre  
1996

Greenspan, A., *Opening Remarks at Jackson Hole*, 31 Agosto 2001

Maimone G. e S. Natoli, *Il prestigio e i prestigiatori*, Dossier on-line de Il Sole 24 Ore,  
([http://sole.ilsole24ore.com/radiocor/preconmin/Dos\\_Lug02\\_1/default.htm](http://sole.ilsole24ore.com/radiocor/preconmin/Dos_Lug02_1/default.htm)), Anno 11,  
42, Luglio 2002

OCSE, Economic Outlook, 71, Dicembre 2001

OCSE, Economic Outlook, 72, Dicembre 2002

OCSE, Economic Outlook, 73, Dicembre 2003

Shiller, R., *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 2001

## Data Appendix.

### Tassi d'Interesse a Breve Termine (%, tassi annui)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Francia	8.3	7.9	9.4	10.3	9.6	10.3	8.6	5.8	6.6	3.9	3.5	3.6	3.0	4.4	4.2	3.3	2.3	2.0	2.2
Germania	4.0	4.3	7.1	8.5	9.2	9.5	7.3	5.4	4.5	3.3	3.3	3.5	3.0	4.4	4.2	3.3	2.3	2.0	2.2
Italia	11.3	10.8	12.6	12.2	12.2	14.0	10.2	8.5	10.5	8.8	6.9	5.0	3.0	4.4	4.2	3.3	2.3	2.0	2.2
Regno Unito	9.7	10.3	13.9	14.8	11.5	9.6	5.9	5.5	6.7	6.0	6.8	7.3	5.4	6.1	5.0	4.0	3.6	4.4	5.0
Giappone	4.2	4.5	5.4	7.7	7.4	4.5	3.0	2.2	1.2	0.6	0.6	0.7	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Stati Uniti	7.1	7.9	9.3	8.2	5.9	3.8	3.2	4.7	6.0	5.4	5.7	5.5	5.4	6.5	3.7	1.8	1.2	1.5	2.7
Area dell'Euro	8.2	7.7	10.0	10.9	10.6	11.1	8.6	6.3	6.5	4.8	4.3	3.9	3.0	4.4	4.2	3.3	2.3	2.0	2.2

Fonte: OCSE. In corsivo stime e proiezioni.

### Tassi d'Interesse a Lungo Termine (%, tassi annui)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Francia	9.5	9.1	8.8	9.9	9.0	8.6	6.8	7.2	7.5	6.3	5.6	4.6	4.6	5.4	4.9	4.9	4.1	4.6	5.1
Germania	6.4	6.6	7.1	8.7	8.5	7.9	6.5	6.9	6.9	6.2	5.7	4.6	4.5	5.3	4.8	4.8	4.1	4.5	5.0
Italia	10.6	10.9	12.8	13.5	13.3	13.3	11.2	10.5	12.2	9.4	6.9	4.9	4.7	5.6	5.2	5.0	4.3	4.7	5.2
Regno Unito	9.6	9.7	10.2	11.8	10.1	9.1	7.5	8.2	8.2	7.8	7.1	5.5	5.1	5.3	4.9	4.9	4.4	4.7	5.2
Giappone	5.0	4.8	5.1	7.0	6.3	5.3	4.3	4.4	3.4	3.1	2.4	1.5	1.7	1.7	1.3	1.3	1.1	1.7	1.8
Stati Uniti	8.4	8.8	8.5	8.6	7.9	7.0	5.9	7.1	6.6	6.4	6.4	5.3	5.6	6.0	5.0	4.6	4.0	4.6	5.3
Area dell'Euro	8.8	8.9	9.6	11.1	10.5	10.0	8.3	8.2	8.6	7.1	6.0	4.8	4.7	5.4	5.0	4.9	4.2	4.5	5.1

Fonte: OCSE. In corsivo stime e proiezioni.

### Tassi di Risparmio delle Famiglie (Percentuale sul reddito disponibile delle famiglie)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Francia	6.4	6.8	7.2	7.8	8.7	9.7	10.4	9.8	11.2	10.0	11.3	10.8	10.4	11.0	11.5	12.0	11.4	11.4	11.2
Germania	12.9	13.4	12.6	13.7	13.1	13.0	12.3	11.6	11.2	10.8	10.4	10.3	9.8	9.8	10.3	10.6	10.7	10.9	11.4
Italia	28.4	27.7	27.4	27.8	26.8	25.5	25.1	23.6	22.5	23.3	20.2	17.2	15.2	14.4	15.4	15.9	15.1	14.1	13.7
Regno Unito	14.0	13.2	13.3	14.0	14.6	13.9	13.5	12.3	11.9	9.8	9.8	11.2	11.1	9.8	6.9	5.9	6.6	6.6	6.6
Giappone	6.4	4.9	6.6	8.0	10.2	11.6	10.8	9.3	10.0	9.3	9.6	6.4	5.3	5.5	6.7	5.3	4.8	4.2	4.3
Stati Uniti	7.3	7.8	7.5	7.8	8.3	8.7	7.1	6.1	5.6	4.8	4.2	4.7	2.6	2.8	2.3	3.7	3.4	3.8	4.2
Area dell'Euro	14.5	13.6	13.7	15.4	14.9	14.9	14.8	13.6	14.3	13.2	12.3	11.6	10.0	10.2	11.0	11.4	11.5	11.3	10.9

Fonte: OCSE. In corsivo stime e proiezioni.

### Risparmio Nazionale Lordo (Percentuale sul PIL Nominale)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Francia	19.4	19.6	20.8	21.6	21.5	20.9	20.5	19.0	19.2	19.5	19.2	20.4	21.4	22.3	22.1	21.4	20.3	19.79	20.0
Germania	23.8	23.5	24.3	25.7	24.9	23.3	23.1	21.9	21.9	21.8	21.3	21.4	21.5	20.8	20.8	19.8	20.45	20.63	20.9
Italia	22.4	21.9	21.8	21.0	20.7	19.6	18.3	19.2	19.7	21.6	21.9	21.6	21.2	20.7	20.0	20.0	19.66	19.0	19.1
Regno Unito	32.2	32.7	33.6	33.6	33.5	34.4	33.6	32.0	30.1	29.6	29.9	30.2	29.8	28.4	28.7	27.7	26.4	26.7	26.6
Giappone	17.3	17.3	17.2	17.1	16.2	15.3	14.0	13.9	15.5	15.7	15.6	16.9	17.6	15.5	15.3	15.4	14.91	14.62	15.6
Stati Uniti	15.4	15.9	17.2	16.7	15.9	16.1	15.1	15.0	15.8	16.4	16.7	17.6	18.0	17.5	16.7	14.9	13.9	13.0	12.9
Area dell'Euro	20.6	20.3	21.5	21.7	21.6	20.3	19.3	18.9	19.6	20.5	20.1	21.0	22.0	21.9	21.9	21.2	21.0	20.9	21.2

Fonte: OCSE. In corsivo stime e proiezioni.

**PIL Reale**  
(Variazione percentuale rispetto al periodo precedente)

	<u>1987</u>	<u>1988</u>	<u>1989</u>	<u>1990</u>	<u>1991</u>	<u>1992</u>	<u>1993</u>	<u>1994</u>	<u>1995</u>	<u>1996</u>	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>
Francia	2.5	4.2	4.3	2.6	1.0	1.3	-1.0	1.9	1.8	1.0	1.9	3.6	3.2	4.2	2.1	1.3	<i>0.1</i>	<i>1.7</i>	<i>2.4</i>
Germania	1.5	3.7	3.9	5.7	5.1	1.9	-1.1	2.4	1.8	0.8	1.5	1.7	1.9	3.1	1.0	0.2	<i>0.0</i>	<i>1.4</i>	<i>2.3</i>
Italia	3.0	3.9	2.9	1.9	1.4	0.7	-0.9	2.3	3.0	1.0	2.0	1.7	1.7	3.3	1.7	0.4	<i>0.5</i>	<i>1.6</i>	<i>2.1</i>
Regno Unito	4.5	6.5	5.3	5.2	3.3	1.0	0.3	1.0	1.9	3.4	1.8	-1.1	0.1	2.8	0.4	0.2	<i>2.7</i>	<i>1.8</i>	<i>1.8</i>
Giappone	4.2	5.2	2.2	0.8	-1.4	0.2	2.3	4.4	2.8	2.7	3.3	3.1	2.8	3.8	2.1	1.7	<i>1.9</i>	<i>2.7</i>	<i>2.9</i>
Stati Uniti	3.4	4.2	3.5	1.8	-0.5	3.1	2.7	4.0	2.7	3.6	4.4	4.3	4.1	3.8	0.3	2.4	<i>2.9</i>	<i>4.2</i>	<i>3.8</i>
Area dell'Euro	2.5	4.1	4.0	3.6	2.5	1.3	-0.9	2.4	2.3	1.4	2.4	2.8	2.8	3.7	1.7	0.9	<i>0.5</i>	<i>1.8</i>	<i>2.5</i>

Fonte: OCSE. In corsivo stime e proiezioni.

**PIL Reale pro-capite**  
(Variazione percentuale rispetto al periodo precedente)

	<u>1986</u>	<u>1987</u>	<u>1988</u>	<u>1989</u>	<u>1990</u>	<u>1991</u>	<u>1992</u>	<u>1993</u>	<u>1994</u>	<u>1995</u>	<u>1996</u>	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>
Francia	1.8	2.0	3.6	3.6	2.1	0.5	0.8	-1.4	1.5	1.5	0.7	1.5	3.0	2.8	3.3	1.3	<i>0.8</i>	<i>0.7</i>	<i>2.0</i>	
Germania	2.3	1.5	3.1	2.6	3.8	4.2	1.5	-1.8	2.0	1.4	0.5	1.2	2.0	2.0	2.7	0.4	<i>0.0</i>	<i>0.4</i>	<i>2.0</i>	
Italia	2.4	2.8	2.5	2.7	1.8	3.0	0.6	-1.2	1.9	2.7	1.0	1.8	1.7	1.6	2.9	1.5	<i>0.2</i>	<i>0.8</i>	<i>1.9</i>	
Regno Unito	2.4	4.0	5.9	4.9	5.1	2.8	0.6	0.1	0.7	1.4	3.2	1.6	-1.4	-0.1	2.6	0.2	<i>0.2</i>	<i>1.4</i>	<i>1.2</i>	
Giappone	3.8	4.3	5.0	2.0	0.1	-1.8	-0.1	2.2	4.3	2.5	2.3	3.1	2.5	2.2	2.6	1.8	<i>1.5</i>	<i>1.9</i>	<i>2.3</i>	
Stati Uniti	2.5	2.5	3.2	2.5	0.7	-1.5	2.0	1.6	3.0	1.7	2.6	3.4	3.1	3.0	2.5	-0.9	<i>1.5</i>	<i>1.5</i>	<i>1.5</i>	
Area dell'Euro	2.2	2.3	3.4	3.4	2.8	2.4	1.0	-1.3	2.0	1.9	1.2	2.1	2.6	2.5	3.1	1.0	<i>0.5</i>	<i>0.7</i>	<i>2.0</i>	

Fonte: FMI. In corsivo stime e proiezioni.

**Output gap**  
(Deviazione del PIL effettivo da quello potenziale, in percentuale sul PIL potenziale)

	<u>1987</u>	<u>1988</u>	<u>1989</u>	<u>1990</u>	<u>1991</u>	<u>1992</u>	<u>1993</u>	<u>1994</u>	<u>1995</u>	<u>1996</u>	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>
Francia	-3.2	-1.0	1.1	1.7	0.7	0.1	-2.5	-2.3	-2.4	-3.5	-3.8	-2.5	-1.5	0.5	0.3	-0.4	<i>-2.4</i>	<i>-2.8</i>	<i>-2.6</i>
Germania	0.8	2.3	2.9	5.4	2.3	1.3	-1.9	-1.4	-1.1	-1.8	-2.0	-1.6	-1.1	0.3	-0.4	-1.7	<i>-3.3</i>	<i>-3.5</i>	<i>-2.9</i>
Italia	-1.3	0.7	1.5	1.3	0.6	-0.6	-3.2	-2.3	-1.0	-1.5	-1.1	-0.9	-0.9	0.5	0.5	-0.9	<i>-1.8</i>	<i>-1.7</i>	<i>-1.0</i>
Regno Unito	-1.8	0.7	1.9	3.7	3.4	1.5	-0.3	-0.9	-0.9	0.9	1.5	-1.2	-2.5	-1.1	-2.2	-3.2	<i>-1.9</i>	<i>-1.5</i>	<i>-1.0</i>
Giappone	2.0	4.7	4.5	2.7	-1.4	-3.5	-3.8	-2.0	-1.6	-1.5	-0.6	-0.1	0.0	1.2	0.5	-0.5	<i>-1.1</i>	<i>-0.9</i>	<i>-0.4</i>
Stati Uniti	-0.4	0.9	1.7	0.5	-2.5	-1.9	-1.8	-0.5	-0.6	-0.1	0.9	1.8	2.5	2.2	-1.0	-1.3	<i>-1.5</i>	<i>-0.3</i>	<i>0.4</i>
Area dell'Euro	-1.0	0.8	2.2	3.2	1.6	0.4	-2.5	-2.1	-1.7	-2.3	-2.0	-1.3	-0.6	0.9	0.3	-0.8	<i>-2.2</i>	<i>-2.4</i>	<i>-1.9</i>

Fonte: OCSE. In corsivo stime e proiezioni.

**Tassi di Crescita dei Mercati Azionari**  
(%, tassi annui)

	<u>1988</u>	<u>1989</u>	<u>1990</u>	<u>1991</u>	<u>1992</u>	<u>1993</u>	<u>1994</u>	<u>1995</u>	<u>1996</u>	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<b>88-93</b>	<b>94-00</b>	<b>01-03</b>
US Dow Jones	-8.4	21.2	8.4	9.5	12.5	6.6	7.9	17.3	28.8	29.3	16.9	20.9	5.2	-5.1	-8.7	-3.6	<b>8.3</b>	<b>18.0</b>	<b>-5.8</b>
US Nasdaq	-6.1	16.7	-4.4	20.2	24.3	19.8	5.7	20.9	29.1	25.2	23.1	49.2	49.7	-45.9	-23.1	7.6	<b>11.7</b>	<b>29.0</b>	<b>-20.5</b>
US S&P 500	-6.2	20.9	5.6	12.1	11.2	8.5	2.0	16.1	25.3	29.0	25.4	22.7	9.8	-16.2	-16.0	-3.9	<b>8.7</b>	<b>18.6</b>	<b>-12.0</b>
US Wilshire 5000	-6.3	19.8	2.5	12.8	13.0	10.5	2.4	15.2	25.0	25.7	23.0	20.0	12.7	-17.7	-14.2	-2.1	<b>8.7</b>	<b>17.7</b>	<b>-11.3</b>
Ita BCI Globale	-20.2	23.4	3.4	-15.0	-15.3	18.8	28.0	-9.1	0.6	33.3	62.8	14.7	31.4	-17.2	-20.4	-10.1	<b>-0.8</b>	<b>23.1</b>	<b>-15.9</b>
UK FTSE 100	-10.0	19.9	4.8	10.6	4.4	16.0	6.5	6.2	15.2	21.3	22.0	11.8	3.3	-13.0	-17.1	-12.0	<b>7.6</b>	<b>12.3</b>	<b>-14.1</b>
Ger DAX 30	-14.1	28.5	20.6	-8.3	4.7	9.4	21.7	0.7	19.8	43.5	37.2	6.5	36.8	-20.1	-25.1	-21.5	<b>6.8</b>	<b>23.7</b>	<b>-22.2</b>
Fra CAC 40	9.6	44.3	7.2	-3.8	5.2	9.8	3.1	-9.2	11.6	31.7	33.7	24.0	41.7	-18.6	-24.3	-17.0	<b>12.0</b>	<b>19.5</b>	<b>-20.0</b>
Jap Nikkei 225	15.8	26.9	-11.0	-14.8	-24.1	5.7	4.2	-13.1	23.8	-11.7	-16.6	8.8	7.2	-30.2	-16.0	-7.9	<b>-0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>-18.0</b>
Hang Seng	-10.2	9.9	10.4	24.1	46.0	32.1	40.7	-7.0	27.9	20.4	-27.9	34.6	33.2	-20.9	-16.5	-2.1	<b>18.7</b>	<b>17.4</b>	<b>-13.2</b>

Fonte: DATASTREAM. In grassetto valori medi annui di lungo periodo

**Produttività del Lavoro nel Settore Industriale**  
(Variazione percentuale rispetto al periodo precedente)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Francia	2.2	3.8	2.9	2.0	1.1	2.5	0.6	2.1	1.1	0.6	1.5	2.3	1.2	1.6	0.1	0.7	0.0	1.7	2.2
Germania	0.2	2.6	2.3	2.8	2.4	4.3	0.2	2.7	1.5	1.1	1.6	0.8	0.8	1.0	0.4	0.8	1.7	2.0	1.7
Italia	2.8	3.4	3.0	1.0	0.7	1.6	2.5	3.9	3.3	0.7	1.7	0.7	1.1	1.6	0.0	-0.8	-0.5	0.8	1.0
Regno Unito	3.6	5.1	3.5	3.6	1.5	-0.1	0.1	1.0	1.7	3.0	0.9	-0.8	0.6	3.2	0.8	1.5	2.8	1.5	1.8
Giappone	1.5	-0.2	-0.9	0.2	1.6	2.5	2.6	3.2	1.2	1.1	1.0	2.0	1.5	3.0	1.5	1.0	1.2	2.5	2.6
Stati Uniti	0.7	1.1	1.2	0.6	0.4	3.7	0.9	1.3	0.4	1.8	2.2	2.2	2.4	2.3	0.4	4.2	3.1	2.9	1.6
Area dell'Euro	1.6	3.0	2.9	1.8	1.5	2.6	1.1	3.0	1.8	1.0	1.7	0.8	0.7	1.5	0.1	0.5	0.6	1.4	1.6

Fonte: OCSE. In corsivo stime e proiezioni.

**Ricchezza e Indebitamento delle Famiglie** (Percentuale sul reddito disponibile nominale)

PAESE	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Francia</b>													
a. Ricchezza Netta (c+d-e)	<b>541.8</b>	<b>527.2</b>	<b>510.4</b>	<b>515.9</b>	<b>494.8</b>	<b>507.6</b>	<b>533.6</b>	<b>557.6</b>	<b>577.8</b>	<b>656.0</b>	<b>629.3</b>	<b>613.6</b>	<b>586.3</b>
b. Ricchezza Finanziaria Netta (d-e)	169.6	170.3	173.1	188.9	166.5	195.0	220.2	241.6	262.2	310.5	282.6	255.1	226.4
c. Attività Non-finanziarie	372.2	356.9	337.3	327.0	328.3	312.6	313.4	315.9	315.6	345.6	346.7	358.6	360.0
d. Attività Finanziarie	248.3	251.3	253.4	271.4	251.1	262.9	288.9	310.8	336.0	385.8	359.2	336.7	308.4
<i>di cui: Azioni</i>	<i>114.1</i>	<i>118.6</i>	<i>115.6</i>	<i>126.2</i>	<i>95.0</i>	<i>89.6</i>	<i>104.5</i>	<i>117.1</i>	<i>137.6</i>	<i>177.6</i>	<i>155.7</i>	<i>129.8</i>	<i>100.7</i>
e. Passività	78.7	80.9	80.3	82.6	84.6	67.9	68.7	69.2	73.8	75.3	76.6	81.7	82.1
<i>di cui: Prestiti a Lunga</i>	<i>53.4</i>	<i>53.4</i>	<i>53.0</i>	<i>54.7</i>	<i>53.7</i>	<i>51.6</i>	<i>52.2</i>	<i>52.6</i>	<i>52.9</i>	<i>55.0</i>	<i>55.2</i>	<i>55.6</i>	<i>57.1</i>
<b>Germania</b>													
a. Ricchezza Netta (c+d-e)	<b>535.6</b>	<b>532.3</b>	<b>530.8</b>	<b>547.5</b>	<b>553.3</b>	<b>563.1</b>	<b>570.8</b>	<b>579.3</b>	<b>585.4</b>	<b>591.0</b>	<b>583.9</b>	<b>568.5</b>	<b>495.3</b>
b. Ricchezza Finanziaria Netta (d-e)	130.8	123.2	124.1	133.7	130.3	135.6	140.5	149.2	155.2	165.8	162.9	159.0	155.0
c. Attività Non-finanziarie	404.8	344.8	341.4	347.4	356.2	360.6	362.3	360.8	360.3	355.5	351.0	340.4	340.3
d. Attività Finanziarie	200.7	208.1	209.9	224.7	227.3	236.2	245.2	256.8	266.2	280.0	277.3	270.9	267.2
<i>di cui: Azioni</i>	<i>11.6</i>	<i>30.4</i>	<i>30.8</i>	<i>37.8</i>	<i>40.7</i>	<i>42.3</i>	<i>46.8</i>	<i>55.1</i>	<i>53.0</i>	<i>75.0</i>	<i>74.8</i>	<i>67.8</i>	<i>53.8</i>
e. Passività	70.0	84.9	85.7	91.0	97.0	100.6	104.8	107.6	111.0	114.2	114.4	112.0	112.1
<i>di cui: Prestiti a Lunga</i>	<i>53.6</i>	<i>50.7</i>	<i>50.3</i>	<i>53.8</i>	<i>58.0</i>	<i>61.0</i>	<i>64.5</i>	<i>67.1</i>	<i>68.5</i>	<i>71.9</i>	<i>72.5</i>	<i>72.1</i>	<i>73.0</i>
<b>Italia</b>													
a. Ricchezza Netta (c+d-e)	<b>636.9</b>	<b>653.9</b>	<b>723.8</b>	<b>762.4</b>	<b>708.2</b>	<b>699.3</b>	<b>699.6</b>	<b>693.3</b>	<b>713.2</b>	<b>736.7</b>	<b>748.3</b>	<b>714.2</b>	..
b. Ricchezza Finanziaria Netta (d-e)	196.3	202.4	207.0	229.2	224.1	224.0	231.3	239.7	266.4	293.9	294.6	251.7	..
c. Attività Non-finanziarie	440.5	451.5	516.7	533.2	484.2	475.3	468.3	453.6	446.9	442.8	453.7	462.5	..
d. Attività Finanziarie	225.4	232.2	237.7	261.0	256.0	254.6	263.3	268.0	296.7	327.7	329.8	287.0	..
<i>di cui: Azioni</i>	<i>46.0</i>	<i>47.9</i>	<i>47.9</i>	<i>54.4</i>	<i>49.3</i>	<i>46.5</i>	<i>50.9</i>	<i>72.2</i>	<i>108.3</i>	<i>153.0</i>	<i>147.4</i>	<i>102.5</i>	..
e. Passività	29.1	29.8	30.6	31.8	31.9	30.6	32.0	28.2	30.3	33.8	35.3	35.3	..
<i>di cui: Prestiti a Lunga</i>	<i>13.7</i>	<i>14.3</i>	<i>14.4</i>	<i>14.9</i>	<i>15.2</i>	<i>18.6</i>	<i>19.1</i>	<i>19.3</i>	<i>21.2</i>	<i>24.3</i>	<i>25.7</i>	<i>26.0</i>	..
<b>Giappone</b>													
a. Ricchezza Netta (c+d-e)	<b>943.2</b>	<b>867.3</b>	<b>794.4</b>	<b>774.8</b>	<b>772.5</b>	<b>757.1</b>	<b>767.5</b>	<b>759.9</b>	<b>739.8</b>	<b>765.8</b>	<b>762.3</b>	<b>753.1</b>	..
b. Ricchezza Finanziaria Netta (d-e)	261.9	265.0	255.8	263.8	281.8	289.1	303.0	307.6	303.5	338.4	344.0	344.7	348.1
c. Attività Non-finanziarie	681.3	602.3	538.6	510.9	490.7	468.0	464.6	452.3	436.3	427.4	419.3	408.4	..
d. Attività Finanziarie	393.3	395.9	384.1	396.2	414.2	426.2	436.9	442.0	437.1	471.9	477.7	483.5	487.9
<i>di cui: Azioni</i>	<i>51.7</i>	<i>52.8</i>	<i>37.1</i>	<i>38.3</i>	<i>47.0</i>	<i>45.9</i>	<i>41.1</i>	<i>36.8</i>	<i>26.5</i>	<i>48.7</i>	<i>42.8</i>	<i>34.4</i>	<i>29.4</i>
e. Passività	131.5	130.9	128.3	132.4	132.4	137.1	133.9	134.4	133.6	133.5	133.7	138.8	139.8
<i>di cui: Prestiti a Lunga</i>	<i>50.7</i>	<i>50.8</i>	<i>51.8</i>	<i>53.9</i>	<i>56.2</i>	<i>58.5</i>	<i>60.2</i>	<i>54.4</i>	<i>54.9</i>	<i>57.5</i>	<i>59.3</i>	<i>61.9</i>	..
<b>Regno Unito</b>													
a. Ricchezza Netta (c+d-e)	<b>611.0</b>	<b>580.6</b>	<b>547.3</b>	<b>582.7</b>	<b>544.0</b>	<b>555.9</b>	<b>572.5</b>	<b>619.8</b>	<b>670.6</b>	<b>751.5</b>	<b>748.8</b>	<b>682.3</b>	<b>676.4</b>
b. Ricchezza Finanziaria Netta (d-e)	214.1	220.0	234.5	278.7	257.3	281.3	286.9	342.2	355.4	408.8	377.5	314.4	243.4
c. Attività Non-finanziarie	396.9	360.7	312.9	304.1	286.8	270.2	279.9	282.1	315.0	342.5	370.9	370.2	431.9
d. Attività Finanziarie	329.9	333.4	343.9	385.1	364.7	387.8	392.0	447.2	464.4	520.6	493.1	433.1	374.1
<i>di cui: Azioni</i>	<i>61.2</i>	<i>58.9</i>	<i>61.2</i>	<i>73.5</i>	<i>70.2</i>	<i>71.7</i>	<i>70.2</i>	<i>96.2</i>	<i>92.1</i>	<i>120.6</i>	<i>110.9</i>	<i>78.8</i>	<i>55.4</i>
e. Passività	115.8	113.5	109.4	106.4	107.5	106.5	105.1	105.0	109.1	111.8	115.6	118.7	128.9
<i>di cui: Prestiti a Lunga</i>	<i>81.3</i>	<i>80.6</i>	<i>79.1</i>	<i>78.2</i>	<i>79.5</i>	<i>78.1</i>	<i>77.6</i>	<i>76.4</i>	<i>79.1</i>	<i>81.0</i>	<i>83.5</i>	<i>85.7</i>	<i>94.0</i>
<b>Stati Uniti</b>													
a. Ricchezza Netta (c+d-e)	<b>474.5</b>	<b>490.4</b>	<b>481.0</b>	<b>488.3</b>	<b>478.4</b>	<b>508.2</b>	<b>529.2</b>	<b>566.2</b>	<b>585.9</b>	<b>636.5</b>	<b>587.4</b>	<b>555.6</b>	<b>506.7</b>
b. Ricchezza Finanziaria Netta (d-e)	259.0	278.0	274.2	282.9	276.2	304.5	326.9	362.8	379.6	422.7	370.3	330.3	275.3
c. Attività Non-finanziarie	215.6	212.4	206.8	205.4	202.2	203.7	202.4	203.4	206.2	213.8	217.1	225.4	231.4
d. Attività Finanziarie	345.6	365.9	361.3	372.2	367.9	398.3	422.9	460.4	478.9	526.7	475.2	439.1	387.7
<i>di cui: Azioni</i>	<i>52.1</i>	<i>69.7</i>	<i>75.2</i>	<i>85.1</i>	<i>79.0</i>	<i>97.7</i>	<i>112.2</i>	<i>137.4</i>	<i>149.0</i>	<i>183.6</i>	<i>147.6</i>	<i>122.5</i>	<i>91.5</i>
e. Passività	86.6	87.9	87.1	89.3	91.7	93.7	96.0	97.7	99.3	104.0	104.9	108.9	112.4
<i>di cui: Prestiti a Lunga</i>	<i>60.3</i>	<i>62.1</i>	<i>62.3</i>	<i>63.4</i>	<i>63.7</i>	<i>63.5</i>	<i>64.7</i>	<i>65.6</i>	<i>67.0</i>	<i>70.0</i>	<i>70.5</i>	<i>74.5</i>	<i>79.2</i>

Fonte: OCSE.