

FALCHI & COLOMBE

DIO SALVI LA BANK OF ENGLAND

di Donato Masciandaro

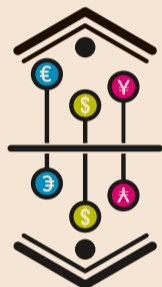
— Continua da pagina 1

Di fronte a un evento epocale, occorre partire da un'analisi dei costi e benefici economici che sia credibile e indipendente. La Vecchia signora sta provando a informare i cittadini britannici che Brexit è economicamente una scelta alla Tafazzi. I politici a favore dell'uscita attaccano la Banca con modi in cui l'aggressività dei toni è inversamente proporzionale alla robustezza dei contenuti. Niente di nuovo sotto il sole.

La saga Brexit sta offrendo in questi giorni ennesimi capitoli, e altri ne seguiranno nelle prossime settimane. Riassumiamo i fatti. Il 23 giugno 2016 il governo conservatore consultò i suoi cittadini riguardo alla volontà di ridurre grado di apertura dell'economia britannica. Il 51,9% degli elettori si esprimeva a favore di una riduzione. Dopo un terremoto politico, divenne subito evidente che il nuovo governo conservatore in carica — nonché l'opposizione laburista — non hanno la minima idea di cosa fare.

Di fronte a un fatto epocale — il cui significato non è solo economico — occorre però partire da un'analisi dei costi e dei benefici economici. Prima del referendum, la stragrande maggioranza delle analisi empiriche aveva dato sempre e solo lo stesso risultato: qualunque fosse stato l'orizzonte temporale considerato, ridurre l'apertura dell'economia avrebbe causato danni. Dopo il referendum — e fino a oggi — il governo non ha reso pubblica alcuna analisi ufficiale.

Ci ha pensato la Banca d'Inghilterra. Come ogni banca centrale indipendente, la Vecchia signora ha un mandato da rispettare: nel suo caso, tutelare la stabilità monetaria e finanziaria. Per farlo, deve assumere un orizzonte di medio periodo. Un tale orizzonte spesso i politici non possono averlo, per ragioni opportunistiche — elezioni alle porte, di partito o nazionali, o europee — o ideologiche, tipo "Prima l'Inghilterra", o "Il socialismo è più importante dell'Europa". Ma la banca centrale deve avere uno sguardo lungo e deve disegnare scenari che siano anche scientificamente robusti. Quindi una banca centrale deve essere lungimirante e competente. Anche la competenza in materia non è un punto forte della attuale classe politica britannica; colpiva un articolo del più importante settimanale economico del mondo che descriveva la vicenda Brexit come una «competizione tra incompetenze».



Il dibattito. Il dibattito sulla produttività è iniziato il 12 marzo scorso con l'intervento di Andrea Montanino, Livio Romano e Fabrizio Traù ed è proseguito con gli articoli di Innocenzo Cipolletta e Luigi Marattin. Tutti gli articoli sono disponibili nella sezione Commenti del sito ilssole24ore.com

NELLA CORSA DELLA PRODUTTIVITÀ LE PMI NON TENGONO IL PASSO DEI BIG

di Giorgio Barba Navaretti

Gli indicatori di produttività sono spesso imperfetti e poco confrontabili. Molta letteratura recente ha messo in evidenza come anche misure di produttività totale dei fattori a moneta costante, l'indice ultimo dell'efficienza di un sistema produttivo, siano comunque distorte dalla limitata precisione dei deflatori. Ossia, dall'impossibilità di eliminare del tutto gli effetti di prezzo nel computo del volume di beni prodotti rispetto al volume di input utilizzati. Allo stesso tempo, le misure della produttività in valore uniscono, senza poterli distinguere, l'effetto della qualità dei prodotti, dell'inflazione, del potere di mercato delle imprese. Insomma, sia che si considerino misure a prezzi costanti che a prezzi correnti il quadro è comunque annebbiato da problemi metodologici.

Detto questo, una volta adottato un criterio di misurazione (ad esempio la produttività totale dei fattori con un unico metodo di stima), nell'ambito dello stesso criterio è possibile comunque fare considerazioni e confronti utili per capire lo stato del sistema produttivo del nostro Paese. Per l'Italia inoltre, come dimostra un ottimo saggio della Banca d'Italia, coordinato da Matteo Bugamelli e Francesca Lotti, che rivisita in

modo analitico tutto quanto è stato detto sulla produttività, le misure di efficienza totale dei fattori e del lavoro sono fortemente correlate ed è possibile dunque utilizzarle entrambe (sia a prezzi correnti che costanti) per identificare alcune caratteristiche del nostro paese, che persistono qualunque misura si utilizzi.

La principale è l'eterogeneità della produttività tra settori e tra imprese all'interno di ciascun settore. Per quanto la produttività del lavoro italiana nel periodo tra il 1995 ed il 2016 sia cresciuta solo dello 0,3% all'anno, contro il 2% della Germania e l'1,8% della Francia, il quadro è più complesso se si considerano i singoli settori. Il dato aggregato si compone della performance positiva del manifatturiero a partire dal 2000 circa e di quello invece stagnante nei servizi. L'efficienza del manifatturiero ha accelerato ulteriormente negli anni della crisi, superando addirittura Germania e Francia dopo il 2010.

Il colpo di coda della manifattura durante la crisi riflette la capacità di risposta delle nostre imprese all'aumento della concorrenza e al peggioramento delle condizioni di mercato: il sistema reagisce, ma cambia anche radicalmente pelle. Gran parte dell'accelerazione della produttività è spiegata da quella che gli economisti definiscono efficienza allocativa: ossia una redi-



**IL CRESCENTE GAP
DI EFFICIENZA
SOLLEVA
QUESTIONI CHE
IL GOVERNO PARE
NON COGLIERE**

istribuzione delle quote di mercato a favore delle imprese più produttive e l'uscita delle imprese meno efficienti. Questo è un processo doloroso: durante i lunghi anni della crisi il numero delle imprese in uscita è stato costantemente superiore a quello delle nuove imprese, il che si è riflesso in un rapido aumento della disoccupazione.

Ma è anche un processo inevitabile. Indipendentemente dalla crisi, rimane comunque una differenza molto marcata tra il livello di produttività delle piccole imprese (che sono la maggioranza) rispetto alle medio grandi. Le prime, sono anche meno efficienti delle loro controparti francesi e tedesche, mentre le medio grandi sono altrettanto se non più efficienti. L'aumento dell'efficienza allocativa ha dunque rafforzato il sistema produttivo, il che si è anche riflesso nell'ottima performance delle nostre esportazioni di manufatti e in seguito, con la ripresa, in una riduzione della disoccupazione.

La trasformazione del sistema produttivo sta accelerando. I dati ci dicono che la produttività delle imprese più efficienti sta aumentando a un tasso molto più rapido delle imprese con bassa produttività. Il che di nuovo pone problemi sociali seri nella transizione, ma allo stesso tempo ci porta verso un sistema produttivo fatto sempre più di aziende

che innovano, esportano, usano il digitale e adottano modelli di governance allineati alle migliori pratiche internazionali.

Queste dinamiche sollevano questioni di politica economica seria, che l'attuale governo non pare davvero cogliere. Da un lato bisogna favorire la distruzione creativa che caratterizza il mercato manifatturiero e l'innovazione. Più supporto alla ricerca e al 4.0. Regole sul mercato del lavoro più flessibili. Investimenti in capitale umano, università e ricerca. Alleviamento del carico burocratico e fiscale. Trattamento fiscale favorevole alla capitalizzazione delle imprese. Nessuna di queste misure caratterizza in modo chiaro la linea del governo. D'altro lato, è necessario investire su politiche attive del lavoro per favorire la transizione dei disoccupati verso nuove occupazioni. Anche su questo la risposta è fiacca e parziale, per esempio con il reddito di cittadinanza.

La produttività anche in Italia ci dice che i sistemi produttivi stanno cambiando e che la nostra manifattura sta adattandosi a condizioni di contesto difficili e complesse. Certo bisognerà anche uscire rapidamente dal ristagno dei servizi, anche perché questi sono sempre più integrati alla manifattura.

barba@unimi.it
© RIPRODUZIONE RISERVATA

CHI CONTROLLERÀ CLEARING HOUSE E DERIVATI

di Marco Onado

— Continua da pagina 1

Sono stati giustamente paragonati all'idraulica di un edificio: nessuno ci pensa normalmente, ma se succede qualche guaio, può essere catastrofico. E allora ci si ricorda della battuta di Woody Allen: «Non solo Dio non esiste, ma provate a trovare un idraulico nel week-end».

Fra i tanti nodi della Brexit vi è anche quello di cosa succederà dei meccanismi di clearing dei derivati ubicati a Londra e che coinvolgono una platea di titoli stimata dall'Esma in 660 trilioni di euro. Non è solo il problema immediato del mancato accordo, perché è già stato previsto un periodo di transizione, ma quello più generale di chi deve controllare una parte così delicata del sistema finanziario europeo. In gioco ci sono interessi economici e quindi di concorrenza fra piazze finanziarie, ma anche problemi fondamentali di stabilità delle banche europee, che non hanno ancora visto rimarginarsi le ferite inferte dalla crisi finanziaria.

Il mercato dei derivati è la parte più delicata per l'enorme mole delle transazioni giornaliere e perché la quasi totalità degli strumenti è quotata su circuiti Otc non regolamentati. Prima della crisi, solo un quinto

del totale veniva regolato in controparti centrali, determinando rischi enormi in capo ai singoli contraenti. Di qui la decisione (avallata dal G20) di ampliare l'uso di controparti centrali, che infatti è arrivata oggi a ben due terzi (stime Bri). Ovviamente questo ha fatto crescere enormemente la dimensione di questi operatori e il rischio che essi accentrano e che gestiscono soprattutto attraverso la gestione dei margini. Il valore stimato di questi ultimi è stimato in ben 150 miliardi di sterline, il che fa capire perché il business fa gola a tanti.

Ma la dimensione è di per sé un fattore di rischio: una controparte centrale è come un impianto nucleare, con una probabilità bassissima che si verifichi un incidente. Ma se questo accade, l'impatto è devastante. E non ci si può troppo fidare dei modelli matematici, perché gli eventi estremi sono per loro natura difficilmente modellizzabili e le serie storiche che li alimentano sono ancora troppo limitate nel tempo.

La preoccupazione dei regolatori è quindi più che giustificata, anche perché, sia pure in piccolo, l'Europa ha visto recentemente un caso di fallimento di controparte centrale: il default di un piccolo trader norvegese che aveva posto in essere una strategia molto rischiosa ma prota su circuiti Otc non regolamentati. Prima della crisi, solo un quinto

NUOVO QUARTIERE A MANHATTAN



Inaugurato l'Hudson Yards a NY

Coriandoli e festa: New York si è arricchita da ieri di un iconico indirizzo in più. È Hudson Yards, il nuovo quartiere di Manhattan affacciato sul fiume Hudson. Si tratta del più grande progetto immobiliare della storia degli Stati Uniti (25 miliardi \$) dopo il Rockefeller Center. L'edificio al centro, noto come «The Vessel» è stato disegnato da Thomas Heatherwick.

partecipanti hanno dovuto mettere mano al portafoglio. Un fatto piccolo, ma preoccupante, perché è del tutto anomalo che i margini risultino insufficienti: non era successo neanche nei giorni terribili del fallimento di Lehman.

La differenza, spiega un recente paper della Bri, è che il portafoglio di

Lehman era ampio e diversificato ed è stato liquidato senza perdite eccessive. Quello del trader norvegese era di tipo particolare e molto concentrato. Ma strategie di questo tipo non sono l'eccezione: erano tali anche quelle di LtcM che si vantava di essere la Rolls Royce degli hedge fund e il cui fallimento ha fatto tremare il mondo.

Il punto centrale del paper della Bri è che le controparti centrali hanno ridotto il rischio dei mercati dei derivati, ma rappresentano una minaccia permanente per le banche partecipanti, che possono essere chiamate a intervenire e per cifre che possono essere importanti. L'effetto destabilizzante di carattere sistemico è evidente. Di qui la conclusione che i rischi delle controparti centrali e delle banche dovrebbero essere trattati (e quindi vigilati) congiuntamente e non in modo isolato.

Basta questo per capire perché la questione è delicata soprattutto in Europa. Un sistema bancario che non è ancora arrivato a una redditività capace di remunerare adeguatamente il capitale, ha già troppi problemi di suo per doversi far carico anche di quelli di un'insolvenza nelle controparti centrali. Una vigilanza accentrata (e occlusa) è necessaria per garantire che il rischio estremo non si materializzi mai.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Il Sole 24 ORE
DIRETTORE RESPONSABILE
Fabio Tamburini
VICEDIRETTORE
Roberto Bernabò
(sviluppo digitale e multimediale)
Jean Marie Del Bo
Alberto Orioli
Alessandro Plateroti

CAPOREDATTORE CENTRALE
Roberto Iotti
CAPO DELLA REDAZIONE ROMANA
Giorgio Santilli
UFFICIO CENTRALE
Fabio Carducci (vice Roma)
Balduino Ceppetelli,
Giuseppe Chiellino, **Laura Di Pillo**,
Federico Momoli, **Marco Morino**
SEGRETARIO DI REDAZIONE
Mattia Losi

LUNEDÌ
Marco Mariani
Franca Deponi (vice caporedattore)
UFFICIO GRAFICO CENTRALE
Adriano Attus (creative director)
Francesco Narracci (art director)
RESPONSABILI DI SETTORE
Marco Alfieri (Online)
Luca Benecchi (Economia & Imprese)
Luca De Biase (nava.tech)
Maria Carla De Cesari (Norme & Tributi)
Marco Ferrando (Finanza & Mercati)

Attilio Geroni (Mondo)
Laura La Posta (Rapporti)
Christian Martino (Plus24)
Francesca Padula (moda)
Stefano Salls (Commenti)
Alfredo Sessa (Domenica)
Giovanni Uggeri (casa)
SOCIAL MEDIA EDITOR
Michela Finizio,
Marco lo Conte (coordinatore)
Vito Lops, **Francesca Milano**

GRUPPO 24 ORE
PROPRIETARIO ED EDITORE
Il Sole 24 ORE S.p.A.
PRESIDENTE
Edoardo Garrone
VICE PRESIDENTE
Carlo Robiglio
AMMINISTRATORE DELEGATO
Giuseppe Cerbone

SEDE LEGALE - DIREZIONE E REDAZIONE
Via Monie Rosa, 91 - 20149 Milano - Tel. 02.3022.1 - Fax 02.43510862
AMMINISTRAZIONE
Via Monte Rosa, 91 - 20149 Milano
REDAZIONE DI ROMA
P.zza dell'Indipendenza 23b / c - 00185 - Tel. 06.3022.1 - Fax 06.3022.6390
e-mail: letteraelsol@ilssole24ore.com
PUBBLICITÀ
Il Sole 24 ORE S.p.A. - SYSTEM
DIREZIONE E AMMINISTRAZIONE
Via Monte Rosa, 91 - 20149 Milano - Tel. 02.3022.1 - Fax 02.3022.214
e-mail: segreteria@redazione.system@ilssole24ore.com

PREZZI
con "L'Italia: molti capitali, pochi capitalisti" € 9,90 in più;
con "Norme e Tributi" € 12,00 in più;
con "Aspenia" € 12,00 in più;
con "Il Regime Forfettario" € 9,90 in più;
con "Telefisco 2019" € 9,90 in più;
con "Crisi d'Impresa - Le Novità del Codice" € 9,90 in più;
con "I Crediti d'Imposta" € 9,90 in più;
con "Crisi d'Impresa 2 - Procedura di allerta" € 9,90 in più;
con "Sanatorie Fiscali 2019" € 9,90 in più;
con "How To Spend It" € 2,00 in più;
con "Il Maschile" € 4,50 in più

Prezzi di vendita all'estero: Monaco P. € 2 (dal lunedì al sabato), € 2,5 (la domenica), Svizzera Sfr 3.20

Il responsabile del trattamento dei dati raccolti in banche dati di uso redazionale è il direttore responsabile e cui, presso il Servizio Cortesia, presso Progetto Lavoro, via Lario, 16 - 20159 Milano, telefono (02 0 06) 3022.2888, fax (02 0 06) 3022.2519, ci si può rivolgere per i diritti previsti dal regolamento generale sulla protezione dei Dati 2016/679. Manoscritti e fotografie, anche se non pubblicati, non si restituiscono. — Modalità di abbonamento al quotidiano: Prezzo di copertina in Italia: € 2,00 da lunedì a sabato, e 2,50 per l'edizione della domenica. Prezzo Abbonamento Italia per 12 mesi al quotidiano in versione cartacea: € 420,00 in caso di consegna postale. L'abbonamento alla versione cartacea non comprende l'edizione "L'Intelligence in Lifestyle" e "How to Spend It". Sono disponibili altre formule di abbonamento all'indirizzo www.ilssole24ore.com/abbonamenti. Per l'abbonamento estero in Svizzera e Costa Azzurra, rivolgersi al Servizio Abbonamenti (tel. 02.30.300.600 oppure servizio.abbonamenti@ilssole24ore.com). Per il resto del mondo l'abbonamento al quotidiano in versione digitale. Per sottoscrivere l'abbonamento è sufficiente inoltrare la richiesta via EMAIL all'indirizzo servizio.abbonamenti@ilssole24ore.com oppure via FAX al N. 02.3022.2885, oppure per POSTA a Il Sole 24 ORE S.p.A. - Servizio Abbonamenti - Casella Postale 10592 - 20110 Milano, indicando: NOME / COGNOME / AZIENDA / VIA / NUMERO CIVICO / C.A.P. / LOCALITÀ / TELEFONO + FAX / EMAIL. — Servizio abbonamenti: Tel. 02.30.300.600 (con operatori da lunedì a venerdì 8:30-18:00) - Fax 02.3022.2885 - Email: servizio.abbonamenti@ilssole24ore.com - Servizio arretrati per i non abbonati: (Non disponibili le edizioni cartacee più vecchie di 4 mesi dalla data odierna). Inoltrare richiesta via email all'indirizzo servizio.abbonamenti@ilssole24ore.com oppure contattate telefonicamente il numero 02.30.300.600 allegando la fotocopia della ricevuta di versamento sul c.c.p. 519272 intestato al Sole 24 ORE S.p.A. oppure via fax al numero 02.300.600. Il costo di una copia arretrata è pari al doppio del prezzo di copertina del giorno richiesto. Non verranno rimborsate le istanze relative ad edizioni più vecchie di 12 mesi dalla data odierna. — Stampatori: Il Sole 24 ORE S.p.A., via Busto Arsizio, 36 - 20151 Milano e via Tiburtina Valeria, Km 68,700 - 07061 Carsoli (AQ) - Stampa Quotidiana S.r.l., via Galileo Galilei 280/A - 40059 Località Fossatone, Medicina (BO) - Stampa Quotidiana S.r.l. "Sassari" - zona industriale Predda Niedda, strada 47 n. 4 - 07100 Sassari (SS) - S.e.s. Società Editrice Sud S.p.A., contrada Lecco s./n. - 87036 Rende (CS). — Distribuzione Italia: m-ds Distribuzione Media S.p.A., via Cazzaniga 1 - 20133 Milano, Tel. 02.582.81 - Certificato Ads n.8472 del 21.12.2017 - Registrazione Tribunale di Milano n.322 del 28.11.1965 - La tiratura del Sole 24 Ore di oggi, 16 Marzo 2019 è stata di 134.096 copie