

# Interventi

## Le prospettive dell'economia globale e l'Italia

*Intervento del Governatore Antonio Fazio*

*AIAF - ASSIOM - ATIC FOREX*

*Modena, 12 febbraio 2005*

### 1. La congiuntura internazionale

L'espansione dell'economia mondiale è stata nel 2004 del 5 per cento, il valore più elevato da oltre vent'anni; ha contribuito la domanda interna negli Stati Uniti e in alcuni paesi emergenti dell'Asia. Il commercio mondiale è aumentato del 9 per cento. La crescita è rimasta debole nell'area dell'euro; si è arrestata nel corso dell'anno in Giappone. L'incremento delle quotazioni del petrolio ha frenato marginalmente la dinamica dell'attività produttiva.

L'economia statunitense si è sviluppata nel triennio 2002-04 al ritmo medio annuo del 3,1 per cento. L'incremento della spesa pubblica, gli sgravi fiscali e la forte riduzione dei tassi di interesse hanno dato sostegno ai consumi delle famiglie e stimolato la ripresa degli investimenti.

Nel 2004 l'aumento del prodotto è stato del 4,4 per cento. Il favorevole andamento della produttività del lavoro, cresciuta nell'anno del 4,1 per cento, ha contenuto la dinamica dei prezzi e sostenuto la redditività delle imprese.

L'occupazione dipendente ha segnato nell'anno un incremento di 2.200.000 unità, recuperando interamente la caduta registrata tra l'inizio del 2001 e la metà del 2003. La crescita dell'occupazione ha sospinto i consumi, compensando il progressivo venire meno dell'effetto degli sgravi fiscali; si è ridotta anche la liquidità derivante dalla rinegoziazione dei mutui ipotecari.

Le aspettative degli imprenditori sulla crescita dell'economia statunitense sono rivelate dall'andamento degli investimenti.

Già all'inizio del 2003 gli investimenti in beni capitali con elevato contenuto tecnologico, invertendo la tendenza flettente del biennio precedente, aumentavano del 17 per cento in ragione d'anno. Nel corso del 2004, in presenza di un ampliamento dei margini di profitto e di condizioni finanziarie favorevoli, anche gli acquisti di macchinari sono tornati a crescere a ritmi intensi. La spesa per macchinari e software, che era aumentata del 6 per cento nel 2003, ha accelerato al 13 per cento nel 2004.

La domanda delle famiglie è aumentata nel secondo semestre del 4,1 per cento in ragione d'anno; il saggio di risparmio è ancora diminuito.

Il deflatore dei consumi, misurato escludendo i beni energetici e quelli alimentari, ha accelerato dall'1,1 all'1,5 per cento tra la fine del 2003 e quella dello scorso anno.

In ciascuna delle sei riunioni del Federal Open Market Committee, tenutesi tra il 30 giugno del 2004 e il 2 febbraio scorso, il tasso obiettivo sui federal funds è stato innalzato di 0,25 punti percentuali, portandolo al 2,50 per cento. Come sottolineato nei comunicati della banca centrale, le condizioni monetarie rimangono accomodanti. I mercati scontano ulteriori aumenti dei tassi nei prossimi mesi per complessivi 50 punti base.

Il saldo negativo del bilancio federale era salito nel 2003 al 3,5 per cento del prodotto. Nell'esercizio fiscale conclusosi lo scorso settembre, il rapporto tra deficit di bilancio e prodotto è rimasto sostanzialmente invariato. In assenza di nuovi interventi e includendo gli ulteriori stanziamenti in via di definizione per le spese militari, il disavanzo dovrebbe diminuire al 3,3 per cento nel 2005.

Il Presidente degli Stati Uniti ha annunciato una politica di bilancio che mira a dimezzare il rapporto tra disavanzo e prodotto entro il 2009, agendo principalmente sulla dinamica delle spese. Ha indicato, tra le priorità del suo mandato, la riforma del sistema pensionistico pubblico a ripartizione, che fornisce prestazioni a circa 45 milioni di cittadini, con una spesa annua attualmente pari a 500 miliardi di dollari, meno del 5 per cento del prodotto. Il progetto di riforma si prefigge di evitare l'emergere, dal 2018, di disavanzi finanziari crescenti; si incentra sull'introduzione di conti individuali sui quali verrebbe progressivamente versata parte dei contributi oggi corrisposti al sistema pubblico.

In prospettiva pesa sull'evoluzione dell'economia statunitense e di conseguenza su quella mondiale lo squilibrio dei conti con l'estero.

Il disavanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti è ancora aumentato nel 2004. Il miglioramento della competitività di prezzo dovuto all'indebolimento del dollaro ha inciso solo marginalmente sul disavanzo. Il deficit nel 2004 è stato pari al 5,5 per cento del prodotto interno; nel 2005 supererà il 6 per cento.

La posizione netta sull'estero degli Stati Uniti, pressoché in equilibrio all'inizio degli anni novanta, è successivamente peggiorata, fino a divenire debitoria per un quarto del prodotto nel 2004. L'aggravarsi dello squilibrio dei conti con l'estero è essenzialmente connesso con i divari di crescita tra l'economia statunitense, da un lato, e quella europea e del Giappone, dall'altro.

La Riserva federale ha indicato che non vi sono rilevanti difficoltà nel finanziamento dello squilibrio corrente, ma sottolinea che la crescita delle passività nette sull'estero non può continuare indefinitamente agli attuali ritmi; al fine di consentire una ancora sostenuta accumulazione di capitale, la Riserva federa-

le auspica la riduzione del disavanzo pubblico e misure volte ad accrescere il risparmio delle famiglie.

In Giappone l'attività economica si è indebolita nel corso del 2004, dopo un aumento di circa il 7 per cento in ragione d'anno nel primo trimestre. Nella seconda metà dell'anno le esportazioni, in forte espansione dal 2003, sono rimaste stazionarie; gli investimenti privati hanno rallentato bruscamente. Per il quarto trimestre si stima una leggera accelerazione del prodotto. Nell'anno la crescita dovrebbe avere sfiorato il 3 per cento.

La ripresa stenta a consolidarsi nell'area dell'euro. Influisce sulle prospettive di sviluppo il rapido invecchiamento della popolazione. Fattori strutturali ostacolano l'aumento della produttività. Lo spazio di manovra delle politiche macroeconomiche rimane limitato; per la politica monetaria rileva la scarsa flessibilità della struttura produttiva; per quella di bilancio incidono gli elevati disavanzi.

Sulla spinta del commercio internazionale, nella prima metà del 2004 il ritmo di aumento del prodotto nell'area è salito al 2,2 per cento in ragione d'anno. All'incremento delle esportazioni ha fatto riscontro una progressiva espansione degli acquisti effettuati all'estero, in parte riconducibile agli effetti ritardati dell'apprezzamento dell'euro. A seguito anche di un nuovo indebolimento della domanda per consumi e per investimenti, la crescita del prodotto si è ridotta nel terzo trimestre; per l'intero anno si stima un aumento dell'ordine del 2 per cento rispetto al 2003.

Abbiamo mantenuto invariato nell'Eurosistema, al 2 per cento, il tasso di rifinanziamento sulle operazioni principali, date le aspettative di un rientro dell'inflazione al di sotto del 2 per cento e l'ancora incerta ripresa.

I tassi a breve dall'inizio del 2004 si situano attorno allo zero in termini reali. Nelle aspettative degli operatori rimarrebbero al di sotto dell'1 per cento sino alla metà dell'anno in corso.

Un contributo importante alla crescita dell'economia mondiale è provenuto dalle economie emergenti dell'Asia; nel 2004 l'aumento del prodotto si è attestato intorno al 7,5 per cento. In Cina la crescita è stata del 9,5 per cento; la spesa per investimenti è aumentata del 26 per cento in termini nominali; segni di surriscaldamento sono emersi sul fronte

dei prezzi. Nonostante il rilevante incremento delle importazioni, l'attivo commerciale si è ampliato nel 2004 a 32 miliardi di dollari, rispetto a 26 nel 2003. Le autorità sono tuttora impegnate a ricondurre la dinamica dell'attività produttiva su un sentiero sostenibile.

In India l'attività produttiva continua a crescere a ritmi sostenuti; nel 2004 l'espansione economica è stata del 6,4 per cento.

In America latina la crescita nel 2004 è stata pari al 5 per cento, contro l'1,8 nel 2003. L'accelerazione dell'attività produttiva ha riguardato tutti i principali paesi; in Brasile il prodotto è aumentato di circa il 5 per cento.

In Argentina la ripresa, avviatasi da due anni, è stata trainata dalla forte espansione della domanda interna e dal buon andamento delle esportazioni; si è formato, nell'ultimo triennio, un cospicuo attivo commerciale. Nei primi tre trimestri del 2004 l'aumento del prodotto è stato dell'8,8 per cento rispetto a un anno prima. Il tasso di cambio nei confronti del dollaro, che alla metà del 2002 si era deprezzato fino a quasi 4 pesos, ha successivamente segnato un recupero, collocandosi dal 2003 attorno a 2,9 pesos. L'avanzo primario del bilancio federale, beneficiando soprattutto dell'aumento delle entrate indotto dal rafforzamento dell'attività economica, è salito al 3,6 per cento del prodotto interno nei primi nove mesi del 2004, dal 2,8 per cento nello stesso periodo del 2003. Rimane aperto, a livello internazionale, il problema della ristrutturazione del debito.

## 2. I mercati finanziari

Condizioni di abbondante liquidità prevalgono, come da tempo abbiamo segnalato, sui mercati internazionali. L'espansione creditizia e monetaria è stata negli scorsi anni molto forte negli Stati Uniti e in Giappone e si è diffusa alle aree emergenti dell'Asia che adottano politiche di ancoraggio del cambio al dollaro. In Cina, dall'inizio del 2002, l'aggregato ampio di moneta è aumentato del 56 per cento, nella Corea del Sud del 20; negli altri paesi asiatici la crescita è stata compresa tra il 12 e il 16 per cento.

In Europa l'aumento tendenziale della moneta M3, dopo essere sceso al 4,9 per cento nel maggio del 2004, si è riportato attorno al 6 in dicembre, per effetto dell'espansione del circolante.

L'ampia offerta di credito a livello globale ha avuto un impatto limitato sull'inflazione al consumo, grazie alla maggiore concorrenza e alla diffusione di prodotti provenienti da paesi nei quali il costo del lavoro è estremamente basso e carente è la protezione sociale. Negli Stati Uniti ha contribuito a contenere l'inflazione il forte aumento della produttività.

I corsi obbligazionari e azionari dei paesi industriali e di quelli emergenti sono rimasti stabili attorno agli elevati livelli dell'inizio del 2004. È proseguito invece, in gran parte dei paesi industriali, l'aumento dei prezzi delle abitazioni.

Negli Stati Uniti da ottobre i rendimenti delle obbligazioni decennali si sono collocati attorno al 4 per cento, in Giappone attorno all'1,4. Nell'area dell'euro, date le aspettative di bassa inflazione e l'incertezza circa l'intensità della ripresa, i rendimenti a lungo termine sono discesi fino al 3,6 per cento nel gennaio di quest'anno.

Il differenziale di rendimento tra le obbligazioni delle imprese statunitensi con merito di credito più elevato e i titoli del Tesoro decennali si è attestato a 0,9 punti percentuali in gennaio; quello per i titoli delle imprese più rischiose dallo scorso ottobre è di 2,8 punti. A contenere il costo dei finanziamenti ha contribuito il rafforzamento della situazione reddituale e patrimoniale del complesso delle imprese, segnalato anche dalla persistente riduzione dei casi di insolvenza e da un miglioramento del saldo tra innalzamenti e declassamenti del merito di credito assegnato dalle agenzie specializzate.

Nell'area dell'euro l'espansione dei prestiti al settore privato è stata in dicembre del 7 per cento, rispetto alla fine del 2003; l'aumento è risultato nullo in Germania, del 7 per cento in Italia.

Anche in Europa i differenziali tra le obbligazioni in euro del settore non finanziario e i titoli di Stato si collocano attualmente su valori contenuti. Alla fine del 2004 le insolvenze sul mercato internazionale erano pari, secondo Moody's, allo 0,2 per cento del totale delle emissioni in essere, l'incidenza più bassa dal 1997. Si è registrato un ulteriore miglioramento

delle valutazioni delle agenzie specializzate relative al merito di credito degli emittenti.

Grazie al buon andamento dei profitti, negli Stati Uniti e nell'area dell'euro il rapporto tra corsi delle azioni e utili, in diminuzione dal marzo del 2002, si è ulteriormente ridotto, riportandosi sostanzialmente in linea con i valori di lungo periodo.

Dalla fine degli anni novanta i prezzi delle abitazioni hanno segnato un'accelerazione in molti paesi industriali; tra il 1999 e il 2003, negli Stati Uniti, in Francia e in Italia essi sono aumentati a tassi medi annui superiori di circa 6 punti percentuali alla variazione dei prezzi al consumo; l'incremento in termini reali è stato di circa il 12 per cento nel Regno Unito e in Spagna.

Nel 2004 le quotazioni immobiliari hanno registrato un ulteriore forte aumento rispetto a un anno prima; nel terzo trimestre la crescita è stata superiore a quella dei prezzi al consumo di 19 punti percentuali nel Regno Unito, di 10 negli Stati Uniti, di 13 in Francia e in Spagna. In Italia le quotazioni sono salite del 9 per cento in termini nominali, a fronte dell'11 dell'anno precedente. Proseguendo una tendenza in atto dall'inizio degli anni novanta, in Germania e in Giappone i prezzi delle abitazioni in termini reali hanno segnato anche nel 2004 una lieve flessione.

Nei principali paesi emergenti, dopo l'aumento dei premi per il rischio registrato nella scorsa primavera, le condizioni finanziarie sono tornate a essere distese: alla metà di gennaio 2005 gli spread si collocavano a livelli molto bassi; vi hanno contribuito, oltre all'abbondante liquidità, il rafforzamento dell'attività produttiva e il buon andamento delle esportazioni.

In generale la congiuntura dei mercati finanziari internazionali è caratterizzata da tassi di interesse bassi e da premi al rischio contenuti. La forte espansione dei prodotti derivati nel corso dell'ultimo biennio ha redistribuito il rischio, indirizzandolo verso operatori meglio in grado di assorbirlo. I mercati non segnalano pericoli di instabilità a livello globale.

### 3. I tassi di cambio e gli squilibri nei conti con l'estero

Dal febbraio 2002 al gennaio 2005 la moneta statunitense, sulla base dell'indicatore elaborato dalla Riserva federale, si è deprezzata del 15 per cento in termini effettivi, nominali e reali. Nello stesso periodo l'euro si è apprezzato in termini nominali del 24 per cento e in termini reali del 21. Lo yen si è apprezzato del 7 per cento; in termini reali è diminuito del 3.

Le banche centrali dei paesi asiatici hanno effettuato anche nel 2004 massicci interventi sul mercato dei cambi acquistando dollari. In Giappone le riserve ufficiali hanno raggiunto a fine anno 850 miliardi di dollari; in Cina sono cresciute di circa 200 miliardi, superando i 600 miliardi di dollari; nei restanti paesi dell'Asia ammontano a 830 miliardi.

Le riserve valutarie, in gran parte in dollari, sono circa il 18 per cento del prodotto in Giappone e il 37 in Cina.

Dinamiche dei prezzi generalmente contenute e il riferimento alla moneta statunitense hanno consentito a taluni paesi asiatici di migliorare la propria competitività: dal febbraio 2002, i tassi di cambio effettivi reali della Cina, di Hong Kong e della Malesia si sono deprezzati in misura compresa tra il 9 e il 17 per cento. Thailandia e Taiwan hanno mantenuto invariati gli indici di competitività; Corea del Sud e Singapore hanno subito lievi perdite.

Dopo la crisi finanziaria del 1997 il riferimento al dollaro nella gestione dei cambi ha limitato le variazioni delle posizioni competitive fra i paesi emergenti e quelli di nuova industrializzazione dell'Asia, favorendo lo sviluppo del commercio tra gli stessi paesi. In media il commercio all'interno dell'area rappresenta la metà di quello complessivo. Questa integrazione riflette la progressiva, spontanea creazione di una filiera verticale di produzione all'interno della regione, nella quale ciascun paese tende a specializzarsi in una fase della produzione.

Nell'ultimo decennio è molto aumentato il peso della Cina negli scambi. Essa riceve il 13 per cento delle esportazioni del Giappone e il 17 di quelle delle altre economie emergenti del continente: importa beni capitali e componenti dal Giappone, dalla Corea

del Sud e da Taiwan. Esporta beni manufatti che si indirizzano ormai da un decennio prevalentemente verso i mercati dei paesi industriali.

Con il procedere dell'integrazione, nei paesi emergenti dell'Asia, in presenza di un costo del lavoro assai basso e di un'espansione della produttività superiore a quella degli Stati Uniti, politiche tese a stabilizzare il cambio con il dollaro non sono alla lunga sostenibili; rischiano di accrescere l'inflazione e di alimentare aumenti eccessivi dei prezzi delle attività finanziarie e reali.

Nell'anno 2004 all'elevato disavanzo di conto corrente degli Stati Uniti si contrappongono gli avanzi delle economie dell'Asia, pari nel complesso a circa 330 miliardi di dollari. L'attivo dell'area dell'euro è salito a 50 miliardi circa nel 2004, da 26 nel 2003; è pari allo 0,5 per cento del prodotto.

La parte preponderante dell'attivo complessivo corrente dell'Asia è generato dal Giappone, per un valore di 170 miliardi di dollari; una quota importante, 90 miliardi, riguarda le economie di recente industrializzazione. Secondo le valutazioni del Fondo monetario internazionale, nel 2004 l'avanzo corrente della Cina e dell'insieme degli altri paesi in via di sviluppo dell'Asia sarebbe stato, rispettivamente, di 38 e di 30 miliardi di dollari. L'economia dell'India è caratterizzata negli anni più recenti da modesti avanzi di parte corrente.

Sebbene tutti i paesi asiatici registrino negli anni più recenti surplus considerevoli di parte corrente, le loro posizioni nette sull'estero sono differenziate. Il Giappone ha conseguito sin dal dopoguerra un avanzo strutturale nelle transazioni con l'estero. La Cina ha iniziato ad accumulare surplus di parte corrente dagli anni novanta. In Corea e in altri importanti paesi dell'Asia la formazione di un attivo è fenomeno più recente.

Nei dieci anni che hanno preceduto la crisi del 1997, le economie emergenti asiatiche avevano accumulato, mediante continui disavanzi, un forte indebitamento nei confronti dell'estero. La crisi ha costretto questi paesi a un brusco aggiustamento; si è formato un ampio attivo di parte corrente. Nonostante la successiva rapida ripresa dell'attività economica nella regione, tale avanzo è ancora notevolmente aumentato, salendo nell'ultimo triennio

dal 2,4 al 3,7 per cento del prodotto, sospinto dalla ripresa del commercio internazionale e dalla favorevole posizione competitiva.

La diversa situazione patrimoniale incide sulla propensione a continuare ad accumulare dollari e più in generale riserve valutarie.

#### 4. L'Italia

Nei primi nove mesi del 2004 l'aumento del prodotto in Italia è stato dell'1,2 per cento su base annua, di 0,7 punti inferiore rispetto al resto dell'area dell'euro. Il divario di crescita, dopo essersi quasi annullato nel corso del triennio precedente, è tornato ad ampliarsi, in connessione con il meno favorevole andamento delle nostre esportazioni.

L'aumento delle vendite all'estero nei primi tre trimestri è stato del 3,3 per cento rispetto allo stesso periodo del 2003, un incremento pari alla metà di quello registrato nel complesso degli altri paesi dell'area. I dati della bilancia commerciale segnalano un rallentamento delle nostre esportazioni nei mesi finali dello scorso anno. Tenuto conto della sostenuta espansione del commercio mondiale, la quota di mercato delle merci italiane calcolata a prezzi costanti sarebbe scesa intorno al 2,9 per cento.

Trova conferma la tendenza negativa della nostra partecipazione al commercio mondiale avviatasi nel 1996, dopo il rientro negli Accordi europei di cambio. Alla sostanziale stabilità della valuta non sono seguite riforme strutturali in grado di accrescere la competitività dell'economia, in linea con le altre economie industriali. Le esportazioni italiane continuano a essere frenate dalla perdita di competitività di prezzo, in gran parte dovuta allo sfavorevole andamento della produttività.

L'arretramento, rispetto ai principali paesi industriali, nelle condizioni di efficienza del settore manifatturiero, in atto dalla metà dello scorso decennio, si è accentuato negli anni più recenti. Tra il 2000 e il 2003 la produttività totale dei fattori nell'industria si è ridotta di circa l'1 per cento all'anno. La competitività delle nostre merci, misurata sulla base del costo del lavoro per unità di prodotto, tra l'inizio del 2002 e la fine del 2003 è diminuita di quasi il 15 per

cento, circa 9 punti in più rispetto al peggioramento segnato dai prodotti tedeschi e da quelli francesi.

Nei primi nove mesi del 2004, in presenza di una sostanziale stabilità del cambio nominale, la competitività ha continuato a risentire di una più elevata crescita del costo del lavoro per unità di prodotto. Le retribuzioni per addetto sono aumentate del 2,8 per cento nell'intera economia e del 2,3 nel settore privato, esclusa l'agricoltura. Ma non c'è stato un adeguato aumento della produttività. L'incremento dei costi per unità di prodotto in Italia rimane di conseguenza superiore, rispettivamente di 1,4 e 3,5 punti percentuali, a quelli della Francia e della Germania.

La spesa delle famiglie italiane era aumentata, nel primo trimestre dello scorso anno, dell'1,2 per cento rispetto al quarto del 2003; nel secondo e nel terzo trimestre è rimasta pressoché invariata.

L'inflazione al consumo armonizzata è stata nel 2004 pari al 2,3 per cento, contro il 2,1 nell'area dell'euro. Secondo le rilevazioni condotte in gennaio da *Consensus Forecasts*, nel 2005 scenderebbe al 2,1 in Italia e all'1,8 per cento nell'area dell'euro.

Gli investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto, che nella prima metà dell'anno avevano compensato la contrazione subita nel 2003, sono tornati a diminuire nel terzo trimestre, riflettendo incertezze circa il rafforzamento dell'attività produttiva; è continuata l'espansione degli investimenti nell'edilizia residenziale. L'attività nel comparto delle opere pubbliche, dopo una crescita vivace nel primo semestre, ha nettamente rallentato nel secondo.

L'incerta evoluzione della domanda per investimenti e il calo della produzione industriale hanno frenato l'aumento dell'occupazione. L'intensificazione nell'utilizzo del fattore lavoro, connessa con la moderazione salariale e con la maggiore flessibilità indotta dalle riforme avviate all'inizio dello scorso decennio, sembra essersi esaurita. Nel terzo trimestre il numero degli occupati è aumentato dello 0,2 per cento rispetto al quarto trimestre del 2003. Nell'industria, dopo la moderata crescita registrata tra il 2000 e il 2002, l'occupazione è tornata a calare in linea con l'andamento della produzione.

Il tasso di disoccupazione nel 2004 è diminuito soprattutto per la minore partecipazione al mercato del lavoro.

Il calo dell'offerta di lavoro interrompe il processo di convergenza, in atto da oltre dieci anni, verso i livelli medi europei. Si è ridotta la partecipazione al mondo del lavoro dei giovani, in particolare delle donne, residenti nel Mezzogiorno.

Sono necessari più sistematici interventi, anche nella formazione dei lavoratori, al fine di innalzare i tassi di partecipazione al mercato del lavoro.

I prestiti bancari sono aumentati in dicembre del 6,7 per cento rispetto a dodici mesi prima. A fronte di un rallentamento al Nord e al Centro, i finanziamenti erogati nel Mezzogiorno hanno ancora accelerato, al 10,5 per cento. I prestiti alle famiglie consumatrici, essenzialmente per acquisto di abitazioni, sono cresciuti del 16 per cento.

Il flusso dei crediti inesigibili è rimasto contenuto. Indicatori qualitativi e quantitativi segnalano condizioni distese nell'offerta di credito. I tassi di interesse si sono mantenuti su livelli assai bassi. I rendimenti sul mercato secondario delle obbligazioni collocate sull'euromercato da società italiane sono allineati a quelli degli altri emittenti sul mercato internazionale.

## 5. Il sistema bancario e le imprese

Dai primi anni novanta il sistema bancario italiano ha sperimentato una evoluzione di portata storica. Il 68 per cento dei fondi complessivamente intermediati faceva capo a banche controllate dallo Stato o da fondazioni; tale quota è oggi dell'ordine del 10 per cento.

In gran parte dei gruppi bancari il controllo è attualmente esercitato da nuclei costituiti da intermediari, fondazioni e, in alcuni casi, da imprese con partecipazioni di minoranza. Sono presenti importanti intermediari internazionali, in una proporzione maggiore rispetto ad altri sistemi bancari europei.

Banche e altri intermediari esteri detengono oggi in Italia una quota del capitale dei primi quattro gruppi bancari pari in media al 17 per cento; per i

primi dieci gruppi la quota facente capo a operatori esteri è dell'11 per cento.

Secondo le informazioni desumibili dall'archivio BankScope, la quota del capitale dei quattro principali gruppi facente capo a operatori esteri è del 7 per cento in Germania, del 3 in Francia, del 2,6 in Spagna.

Nel processo di privatizzazione la dismissione delle quote di partecipazione di fondazioni ed enti pubblici è stata favorita nella seconda metà degli anni novanta dall'andamento dei corsi. Le fondazioni e gli enti pubblici nel cedere le quote hanno agevolato la formazione di nuclei stabili di controllo delle imprese bancarie.

Il numero degli enti creditizi operanti in Italia è passato, per effetto di fusioni e incorporazioni, da 970 alla metà degli anni novanta a 785; di questi 443 sono banche di credito cooperativo. I quattro maggiori gruppi creditizi controllavano allora il 30 per cento del mercato nazionale; a giugno dello scorso anno la quota dei primi quattro gruppi si commisurava al 44 per cento.

L'80 per cento circa dei fondi complessivamente intermediati fa capo a banche quotate in borsa.

Il rendimento del capitale e delle riserve per il nostro sistema bancario non superava alla metà degli anni novanta il 2 per cento. Attualmente il rendimento medio nel sistema, dopo aver toccato il 13 per cento nell'anno 2000, si situa intorno all'11 per cento.

Tutti gli indicatori mettono in evidenza una crescita considerevole della concorrenza; essa trova riscontro nell'evoluzione della struttura del mercato e dei tassi di interesse, nella redistribuzione delle quote facenti capo ai diversi operatori.

Si è nettamente ridotto l'indice di concentrazione nei mercati regionali degli impieghi. Rispetto alla metà dello scorso decennio il costo medio del credito bancario a breve termine è diminuito di oltre 8 punti percentuali, ponendosi in linea con quello medio dell'area dell'euro; il differenziale fra il tasso attivo e il tasso passivo a breve termine è sceso da 6 a 4 punti percentuali.

Il sistema bancario italiano è ora in grado di competere in Europa. Si va estendendo la sua presenza nelle economie dell'Europa centrale e orientale.

La dimensione dei gruppi creditizi italiani è inferiore a quella dei maggiori intermediari dell'area dell'euro; ma nel confronto con i sistemi bancari dell'area gli indicatori di redditività operativa e di efficienza risultano superiori alla media.

Il consolidamento dei gruppi formati nel corso degli ultimi dieci anni è in fase avanzata per quanto riguarda l'articolazione degli assetti societari, le procedure di gestione, l'integrazione dei sistemi informativi. Ulteriori aggregazioni tra grandi gruppi all'interno del nostro sistema porrebbero problemi rilevanti circa la formazione di posizioni dominanti e la forte riduzione della concorrenza che verrebbe a determinarsi in più regioni e province.

Contano inoltre incertezze relativamente ai guadagni di efficienza che deriverebbero dall'accresciuta dimensione, connesse con l'elevata complessità organizzativa dei gruppi che si andrebbero a costituire.

Aumenti di efficienza stanno emergendo da aggregazioni fra banche regionali e di dimensione media.

Si è tornati a discutere sulla possibilità di ulteriori aggregazioni in Europa, dove la dimensione degli intermediari risulterebbe non adeguata rispetto a quella delle maggiori banche delle altre grandi aree monetarie.

Sulla base dell'esperienza degli ultimi anni, per i gruppi di ampia dimensione non sono certi i benefici connessi con ulteriori aggregazioni. A livello mondiale alcuni dei maggiori gruppi sono stati segnati negli anni recenti da gravi difficoltà. In altri casi sono emersi ostacoli a un efficace controllo dell'operatività in aree e paesi diversi.

Per le attività bancarie all'ingrosso è già ampiamente sviluppato un unico mercato a livello internazionale. Rilevano nei servizi finanziari la elevata capacità tecnica e la reputazione degli intermediari e il loro collegamento con paesi nei quali i mercati dei capitali sono molto sviluppati.

Sul mercato italiano dall'inizio del 2000 a giugno dello scorso anno le banche estere attraverso le loro

succursali hanno curato il 30 per cento delle emissioni di titoli da parte di società non finanziarie, italiane ed estere, e un quarto delle emissioni delle istituzioni finanziarie internazionali. Le banche estere hanno collocato oltre il 70 per cento dell'ammontare delle circa 200 emissioni effettuate da imprese italiane sull'euromercato. Le maggiori banche internazionali svolgono un ruolo preponderante nelle operazioni di fusione e di acquisizione nel nostro mercato.

Nell'attività al dettaglio in tutti i paesi europei i sistemi bancari sono dominati da intermediari nazionali. Questi hanno una conoscenza profonda del contesto giuridico e istituzionale, nonché delle caratteristiche, delle esigenze e del merito di credito della clientela, soprattutto di quella di minore dimensione.

Nel rapporto predisposto sotto gli auspici dei ministri finanziari e dei governatori dei paesi del Gruppo dei Dieci, è stato documentato come, in tutte le maggiori economie, le operazioni di fusione e di acquisizione avvengono essenzialmente tra intermediari nazionali. In Europa le rare fusioni internazionali sono state in larga parte realizzate tra intermediari provenienti da paesi con affinità istituzionali, culturali e linguistiche; hanno riguardato talora istituti in difficoltà finanziarie. In caso di aggregazioni tra intermediari di paesi diversi, difformità negli assetti istituzionali e giuridici, barriere di natura culturale possono rendere non agevole il trasferimento di conoscenze dalla banca acquirente a quella acquisita.

In Italia la proficuità di forme di cooperazione con intermediari di altri paesi è testimoniata dall'elevata partecipazione di capitale estero nel nostro sistema bancario, dai numerosi accordi di collaborazione per la distribuzione di prodotti finanziari e creditizi, dalla rilevante presenza di operatori esteri nell'attività bancaria all'ingrosso.

La Banca d'Italia esamina ogni ipotesi che le viene sottoposta di aggregazione o di rilevante partecipazione al capitale, tra banche italiane, di banche italiane in banche estere, di banche estere in banche italiane. Applica la legislazione nazionale e comunitaria; assolve al mandato, assegnatole dall'ordinamento, di garantire la sana e prudente gestione del credito, di tutelare la stabilità degli intermediari e del sistema nel suo complesso, di promuovere la concorrenza.

Le banche italiane, negli ultimi anni, hanno fornito sostegno finanziario alle imprese, anche di grande dimensione o impegnate in profondi processi di ristrutturazione. Hanno indirizzato flussi ingenti di credito alle aziende piccole e medie, che sono parte rilevante del nostro sistema economico; nel finanziamento di tali operatori si è progressivamente ampliata la quota riconducibile a banche radicate nel tessuto produttivo locale.

Deve rimanere centrale per il nostro sistema bancario l'impegno a contenere i costi e a migliorare l'organizzazione interna. L'innovazione nei prodotti e la riduzione dei costi unitari devono andare a beneficio di imprese e famiglie. Devono tradursi in un miglioramento della qualità dell'offerta, riflettersi sui prezzi dei servizi al dettaglio, in primo luogo di quelli di pagamento e di gestione professionale del risparmio.

In una fase di bassa inflazione è doveroso, per le banche, contenere le commissioni praticate sui servizi al dettaglio.

Progressi in questa direzione, comportamenti improntati a correttezza e professionalità rafforzano il rapporto di fiducia con famiglie e imprese, giovano a una ordinata crescita dell'attività di intermediazione.

In coordinamento con l'Autorità garante della concorrenza e del mercato, abbiamo avviato una indagine conoscitiva diretta ad accertare modalità operative e costi di alcuni servizi che possono essere di ostacolo alla mobilità della clientela.

Nell'ultimo decennio, a fronte di un processo di consolidamento nel sistema bancario e di progressivo aumento della dimensione media di singoli intermediari, nel settore industriale e in quello dei servizi si è accentuata la frammentazione; da questa sono derivati riflessi negativi sulla produttività e sulla competitività di tutta l'economia.

Il numero dei grandi gruppi industriali, essenziali per la diffusione delle nuove tecnologie, è limitato nel confronto con gli altri paesi industriali. Il sistema dei distretti, che ha contribuito negli scorsi decenni a generare all'interno di aggregati di piccole imprese sinergie ed efficienze proprie dei grandi gruppi, sembra ora essere meno in grado, da solo, di sostenere un ulteriore sforzo per la competitività.

Pesano a livello nazionale la carenza di infrastrutture, il costo dell'energia e quello dei servizi per le imprese.

È particolarmente bassa, in Italia, nel confronto con gli altri sistemi economici avanzati, la spesa per ricerca, sia del settore pubblico sia di quello privato. È limitato il valore aggiunto generato nei settori a più alta tecnologia.

Ne risente la penetrazione dei prodotti italiani sui mercati internazionali. La quota, a prezzi costanti, di esportazioni italiane sul commercio mondiale di beni e servizi era a metà degli anni novanta intorno al 4,5 per cento; nel 2004 la quota è scesa al di sotto del 3 per cento.

La produzione industriale segue l'andamento del commercio internazionale. In Italia, come abbiamo altre volte documentato, da alcuni anni si espande in misura nettamente inferiore a quanto avviene nell'area dell'euro e anche nei due maggiori paesi, Germania e Francia. Nel corso del 2004 l'indice della nostra produzione è caratterizzato da una tendenza lievemente declinante.

Lo spostamento di attività produttive tradizionali verso paesi con basso costo del lavoro e con elevata espansione della domanda è in parte fisiologico. In Italia il fenomeno si è intensificato dalla metà degli anni novanta; gli addetti a imprese partecipate o controllate da aziende italiane hanno raggiunto un quinto del totale impiegato nel nostro sistema industriale. Negli anni più recenti la motivazione prevalente degli investimenti all'estero sembra essere il contenimento dei costi; si è ridotta l'attività diretta ad accrescere la presenza sui mercati avanzati. Vanno individuate le strategie da seguire perché il sistema possa trarre pieno beneficio da questo processo; sono necessarie una migliore conoscenza e una approfondita analisi del fenomeno.

Un disegno di politica economica che voglia ridare vitalità alla nostra industria deve necessariamente farsi carico del problema dimensionale delle aziende, anche favorendo incorporazioni e fusioni.

Esistono difficoltà connesse soprattutto con gli assetti proprietari.

Il sistema bancario, dotato di basi informative, di conoscenze ampie e dettagliate sulla struttura e sulla

redditività delle imprese, può esercitare un'azione di stimolo per operazioni di aggregazione; fornire l'assistenza e i servizi finanziari necessari a far emergere un sistema produttivo più solido.

Sono presenti nell'economia italiana punti di eccellenza nella capacità innovativa e creativa, non soltanto nelle attività tradizionali, ma anche nell'alta tecnologia. Queste unità più dinamiche possono fungere da centro di aggregazione per altre imprese.

È una sfida da non perdere per il progresso di una parte rilevante della nostra economia.

## 6. Prospettive

Nell'anno in corso si configura nel complesso la prosecuzione dell'espansione dell'economia mondiale.

Negli Stati Uniti la crescita nel 2005 dovrebbe attestarsi attorno al 3,5 per cento.

I tassi di interesse a breve termine sono stati fortemente ridotti nella fase di debolezza dell'economia. Attualmente sono nulli in termini reali; sono attesi aumenti nell'anno in corso.

L'offerta sui mercati finanziari internazionali di titoli denominati in dollari è stata abbondante negli ultimi anni, riflettendo l'elevato fabbisogno pubblico e la sostenuta spesa per investimenti.

Dopo il minimo toccato negli ultimi giorni dello scorso anno la moneta statunitense si è rafforzata fino a ieri del 6 per cento nei confronti dell'euro.

Anche se, come ricordato più sopra, il livello e la struttura dei rendimenti non segnalano rischi, sul sistema finanziario globale incombe uno squilibrio crescente tra domanda e offerta di risparmio nella maggiore economia industriale.

Un disavanzo corrente pari a 600 miliardi di dollari, poco più dell'1,5 per cento del prodotto mondiale ai cambi correnti, è stato assorbito nel 2004 con un deprezzamento della valuta statunitense, ma senza gravi tensioni sui mercati, in un anno in cui la crescita dell'economia globale è stata dell'8 per cento in termini nominali e quella della domanda di attività finanziarie ancora più elevata.

La quantità di dollari, nella definizione M2, è aumentata tra il 1999 e il 2004 del 38 per cento; l'ammontare di obbligazioni, private e pubbliche, nello stesso periodo è cresciuto del 45 per cento. La somma dei due aggregati in rapporto al prodotto interno lordo degli Stati Uniti ha raggiunto il 260 per cento.

Con riferimento all'euro, moneta e obbligazioni sono aumentate nel quinquennio del 48 per cento; in rapporto al prodotto lordo dell'area l'ammontare delle attività stilate in euro è salito al 235 per cento. Per il Giappone moneta e titoli sono cresciuti del 35 per cento; la loro incidenza sul prodotto è molto più alta rispetto alle altre due principali aree monetarie.

L'espansione della massa monetaria mondiale e, in qualche misura, quella delle obbligazioni private e pubbliche, in rapporto al prodotto lordo, hanno generato spinte al rialzo delle quotazioni dei titoli azionari e soprattutto del valore degli immobili. Le pressioni sui prezzi al consumo sono state contenute dall'aumento della produttività e della concorrenza.

Il disavanzo di parte corrente degli Stati Uniti si prospetta per l'anno in corso dell'ordine di 700 miliardi di dollari.

La capacità dei mercati internazionali di finanziare ampi squilibri tra risparmio e investimenti nei grandi paesi industriali è fortemente cresciuta negli anni più recenti. L'economia mondiale continuerà ad assorbire attività finanziarie stilate in dollari; ripercussioni eccessive sui tassi di cambio e sui differenziali di rendimento potranno essere evitate se l'espansione della quantità di moneta statunitense non eccederà in misura considerevole quella delle altre principali monete.

Rilevano, in tale contesto, la posizione patrimoniale del complesso degli operatori privati e pubblici nelle tre aree monetarie, le aspettative di crescita dell'economia statunitense, la disponibilità degli operatori finanziari sul mercato globale ad accrescere ulteriormente il peso del dollaro, diminuendo quello delle altre valute e delle monete nazionali.

Una forte perdita di valore del dollaro sarebbe dannosa per l'ordinato progredire del sistema finanziario e dell'economia mondiale.

L'aumento dei tassi di interesse ufficiali dovrebbe contribuire a sostenere il valore esterno della moneta statunitense nel corso del 2005.

È cruciale la volontà, di recente riaffermata, dell'Amministrazione statunitense di contenere in misura sostanziale il disavanzo dei conti pubblici. Ma in una prospettiva di lungo termine un rapporto più equilibrato tra le monete non può prescindere dal ritorno a tassi di crescita più elevati in Europa e in Giappone.

In Giappone l'espansione del prodotto potrebbe collocarsi nel 2005, secondo le stime della banca centrale, intorno al 2 per cento. Nelle aree emergenti l'attività produttiva rallenterebbe, pur continuando a registrare incrementi sostenuti: secondo le valutazioni del Fondo monetario la crescita diminuirebbe al 3,6 per cento in America latina, al 7,5 in Cina e al 5,5 negli altri paesi emergenti dell'Asia; a livello mondiale l'espansione dell'attività dovrebbe ragguagliarsi al 4,3 per cento.

Nell'area dell'euro si è indebolito nel corso dell'autunno l'andamento degli indicatori congiunturali. In novembre l'attività manifatturiera ha segnato il secondo calo consecutivo, riflettendo la contrazione registrata in Germania e in Italia; in Francia è risultata stazionaria.

L'andamento degli indici del clima di fiducia non segnala ancora una chiara inversione di tendenza nelle valutazioni delle famiglie e delle imprese nei principali paesi ad eccezione della Germania, dove negli ultimi mesi si è manifestato un miglioramento. Per l'anno in corso gli organismi internazionali stimano per l'area un tasso di crescita intorno al 2 per cento, in linea con quello conseguito nel 2004.

In Italia l'aumento del prodotto è stato dell'ordine dell'1,5 per cento.

Sulla base di stime preliminari, nel quarto trimestre la produzione industriale avrebbe registrato una riduzione di mezzo punto percentuale; nello scorso gennaio avrebbe ancora segnato un lieve ribasso.

Nel corso del 2005 la dinamica del prodotto dovrebbe rafforzarsi, per effetto dell'accelerazione delle esportazioni e delle componenti interne della domanda.

Appare sempre più necessaria una politica di sviluppo che miri a innalzare il potenziale di crescita della nostra economia.

Preliminari sono il risanamento, strutturale, della finanza pubblica e l'abbassamento del rapporto tra debito e prodotto. Il Governo sta valutando un complesso di provvedimenti diretti a rafforzare la competitività del sistema produttivo. È indispensabile la loro pronta attuazione per sospingere l'ancora incerta propensione all'investimento da parte delle imprese.

Fondamentali sono lo sviluppo della ricerca di base e applicata, anche attraverso più stretti rapporti tra università e impresa, e una opera di delegificazione e di riduzione del numero dei procedimenti autorizzativi. La pronta attuazione del piano di opere pubbliche programmate richiede meccanismi, anche di carattere straordinario, che permettano di accelerare procedure e realizzazioni. La riforma del diritto fallimentare, non più rinviabile e da attuare attraverso decreto-legge o legge-delega, produrrà effetti positivi per la salvaguardia dell'attività delle

imprese e per i lavoratori coinvolti, per i creditori, per le banche.

Il sistema bancario italiano è in grado di sostenere una più elevata crescita dell'economia e degli investimenti. Trarrà esso stesso beneficio da una più solida economia. La sua stabilità e la sua efficienza sono la garanzia per il risparmio ad esso affidato e per il proficuo impiego a favore delle attività produttive.

Dobbiamo porci nelle condizioni, con uno sforzo corale, di crescere di più. Una particolare attenzione, nell'ambito dei provvedimenti per la competitività, va dedicata al Mezzogiorno, con le sue riserve di lavoro, di intelligenza, di capacità progettuale.

La crescita dà sostanza, in termini di occupazione, alla flessibilità del lavoro.

Dall'azione della Politica, dalla risposta delle parti sociali e delle istituzioni può nascere il clima di fiducia necessario per intraprendere e innovare. Dobbiamo accrescere il nostro impegno, soprattutto per i giovani, per coloro che sono convinti che si può, si deve costruire un futuro migliore.

## Franco Modigliani

*Intervento del Governatore della Banca d'Italia Antonio Fazio,  
Accademia nazionale dei Lincei  
Convegno Internazionale*

*Roma, 18 febbraio 2005*

### 1. Alcuni ricordi personali

Franco Modigliani occupa un posto centrale nell'analisi economica del XX secolo. Per i suoi contributi alle teorie del risparmio e della finanza è stato insignito del premio Nobel. Notevole è stato il suo apporto a una molteplicità di altri argomenti: lo testimoniano i cinque volumi dei *Collected Papers*.

La sua presenza nel dibattito sulla politica economica italiana rispondeva alla profonda esigenza dell'uomo, dell'economista, che, dopo aver analizzato i problemi, riversava nella ricerca delle soluzioni la sua grande passione civile, l'impegno per il benessere della collettività, di coloro che considerava suoi concittadini. Le discussioni con i responsabili della politica economica, o con i giovani che da lui avidamente apprendevano, erano sempre vivaci, volte ad approdare a conclusioni analiticamente fondate e socialmente giuste.

Ho incontrato la prima volta Franco Modigliani nel 1957. Durante una sua visita in Italia, la prima dopo la guerra, tenne una lezione agli studenti di economia politica del professor Travaglini, a piazza Borghese.

Avevamo studiato il Bresciani Turrone, con i tentativi di analizzare empiricamente la domanda di cotone egiziano, e ci cimentavamo con *Valore e Capitale*. Fui colpito dall'esposizione che Franco fece della stima della funzione del consumo, naturalmente negli Stati Uniti. L'economia politica non si fermava alle raffinate analisi degli isoquanti, all'effetto reddito e all'effetto sostituzione: era una scienza pratica.

Dopo la laurea e una borsa presso il Servizio Studi della Banca d'Italia, incoraggiato dal professor Cutilli, scrissi a varie università americane per specializzarmi in teoria monetaria ed econometria. Alla fine scelsi la Northwestern per la presenza del professor Modigliani, e vi fui ammesso anche grazie a lui.

All'inizio del 1962 Franco mi comunicò il suo trasferimento al Massachusetts Institute of Technology e mi propose di seguirlo. Lo seguii senza esitazione. Il dipartimento di economia del MIT, sotto la spinta di Samuelson, era già all'avanguardia nel mondo accademico e primeggiava per l'originalità della ricerca, il valore dei docenti, il costante misurarsi con i problemi concreti; tra questi ultimi mi piace accennare alla nuova politica economica di Kennedy, allora in discussione negli Stati Uniti.

Franco mi consigliò di seguire il corso di *Advanced Monetary Theory* di Samuelson, che era coadiuvato nell'insegnamento da Albert Ando. Erano gli anni degli accesi dibattiti tra keynesiani e monetaristi sul ruolo della politica monetaria nella crescita dell'economia e nel controllo dell'inflazione. Vorrei ricordare un aneddoto. Un giorno qualcuno entrò in aula poggiando sul tavolo un voluminoso pacco di fotocopie Xerox: il dattiloscritto della *Monetary History* di Friedman e Schwartz. Il commento del professor Samuelson fu: "Milton, Milton! We set up the Fed to adjust the quantity of money to the needs of the economy". La battuta, nella sua semplicità, toccava uno dei punti essenziali del dibattito sulla rilevanza della quantità di moneta. Seguì anche - chi non l'avrebbe fatto - le lezioni di Solow sullo sviluppo economico, basate su *The Sources of Economic Growth in the U.S.* di Denison; ho potuto verificar-