

Documenti

Indagine parlamentare conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati (*)

Negli ultimi anni l'offerta di prodotti finanziari si è ampliata per soddisfare le esigenze sempre più articolate degli operatori; particolare rilevanza hanno acquistato gli strumenti derivati. Essi contribuiscono a elevare il livello di efficienza dei mercati e offrono nuove opportunità per la diversificazione dei rischi; tuttavia, se non adeguatamente valutati, possono generare situazioni di difficoltà per intermediari e operatori.

Sulla base dei dati raccolti dalla Banca dei regolamenti internazionali, a giugno del 2004 il valore nozionale dei derivati negoziati dalle banche internazionali era pari a 220.000 miliardi di dollari (94.000 a giugno del 2000). L'ammontare di quelli negoziati dalle banche italiane era pari, a settembre del 2004, a 8.300 miliardi di dollari.

Il ricorso da parte delle imprese italiane agli strumenti derivati è anche la conseguenza della loro struttura finanziaria che si caratterizza per una quota elevata – nel confronto internazionale – dell'indebitamento verso banche, per lo più a breve termine e a tasso variabile.

La recente evoluzione del mercato del credito ha incoraggiato le imprese a domandare fondi a lungo termine. Tale domanda è stata soddisfatta attraverso operazioni a tassi indicizzati ai rendimenti di mercato; da questa situazione è originata una domanda di copertura dall'eventualità di aumento dei tassi stessi. Tra il 2003 e la prima metà del 2004 le aspettative dei mercati finanziari sui tassi d'interesse in euro avevano assunto un chiaro orientamento al rialzo, alla luce delle attese di una accelerazione dell'attività economica negli Stati Uniti e in Europa.

La decisione delle imprese di coprirsi con strumenti derivati dai rischi di un aumento dei tassi e di un rafforzamento del dollaro nei confronti dell'euro era giustificata perché i costi della copertura e del debito contratto erano complessivamente inferiori al costo relativo a un finanziamento a tasso fisso a medio-lungo termine e perché la crescita negli Stati Uniti era più sostenuta di quella dell'area dell'euro. La dinamica dell'economia europea è stata molto contenuta e il previsto aumento dei tassi non si è verificato, anzi si è registrata una diminuzione ulteriore; inoltre, il dollaro è andato deprezzandosi nei confronti dell'euro. Lo scenario molto diverso da quello che aveva indotto le imprese ad assicurarsi dai rischi di un aumento dei tassi e di un rafforzamento del dollaro e le caratteristiche contrattuali di alcuni derivati hanno determinato perdite potenziali per molte imprese. Per superare situazioni di difficoltà per alcune aziende, le banche hanno in molti casi rinegoziato i contratti in essere.

Lo sviluppo del mercato dei derivati è seguito con attenzione da organismi internazionali, banche centrali e autorità di vigilanza nazionali. In Italia, l'attività delle banche e degli altri intermediari in prodotti derivati è oggetto di controllo da parte della Consob e della Banca d'Italia. Il vaglio della Consob viene esercitato ai sensi della disciplina sui servizi di investimento e di quella della "sollecitazione all'investimento". Quello della Banca d'Italia trova fondamento

(*) A cura dei Servizi Concorrenza, normativa e affari generali e Vigilanza sugli enti creditizi. Il testo integrale della testimonianza del Direttore Centrale per la Vigilanza creditizia e finanziaria della Banca d'Italia nell'ambito dell'indagine conoscitiva promossa dalla VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati è disponibile sul sito www.bancaditalia.it

nel compito ad essa affidato di vigilare sulla sana e prudente gestione degli intermediari, avendo riguardo alla stabilità e alla competitività del sistema bancario; il quadro regolamentare è diretto a individuare livelli di patrimonio adeguati a coprire le perdite che potrebbero verificarsi in un determinato arco temporale nonché a stabilire requisiti organizzativi per un corretto svolgimento dell'attività di intermediazione.

In tale ambito si inquadra la delibera assunta dal CICR il 23 marzo del 2004 su proposta della Banca d'Italia, con la quale è stato previsto che – con riferi-

mento all'attività svolta dagli intermediari in settori operativi connotati da un elevato grado di complessità e innovazione, tra i quali rientra l'attività in derivati – la Vigilanza può emanare disposizioni per definire le condizioni minime per operare in tali comparti. La Banca d'Italia ha inoltre previsto, a partire dal 1° gennaio dell'anno in corso, un ampliamento del numero di informazioni che le banche sono tenute a segnalare alla Centrale dei rischi sulla propria attività in derivati, con particolare riferimento a quelli negoziati nei mercati *over-the-counter*.

Euro Bond Market Study 2004 (*)

Lo scorso mese di dicembre è stato pubblicato dalla Banca centrale europea l'*Euro Bond Market Study 2004*, che aggiorna, per il triennio 2001-03, l'analoga analisi del mercato delle obbligazioni denominate in euro svolta nel 2001. All'iniziativa, promossa dal Comitato per le operazioni di mercato (MOC) della BCE e coordinata dalla Bundesbank, hanno partecipato la Banca d'Italia, la Banca di Francia e la BCE stessa.

Lo studio documenta gli sviluppi del mercato obbligazionario in euro, divenuto più omogeneo, più ampio e più liquido dei mercati nazionali nell'era pre-euro. L'espansione dei volumi è stata considerevole anche rispetto ai mercati delle altre principali aree valutarie: in termini di quota sul volume totale di titoli in circolazione (24.495 miliardi di dollari a fine 2003), il peso dei titoli in euro è ancora ridotto rispetto a quello dei titoli denominati in dollari (22 per cento contro 47 per cento), ma ha segnato un significativo aumento, raggiungendo una quota pari a quella dello yen.

È aumentata l'attrattiva del mercato sia per gli investitori sia per gli emittenti; a ciò si è associata una maggiore concorrenza tra segmenti di mercato e tra gli stessi emittenti.

Con riferimento a questi ultimi, di particolare importanza appare la crescita del comparto dei titoli delle istituzioni non finanziarie. All'inizio della terza fase della UEM le emissioni corporate coprivano il 9 per cento del volume di titoli in euro in circolazione; detta quota è salita al 14 per cento a fine 2003. I titoli pubblici mantengono un peso preponderante (51 per cento), pur se in riduzione; la quota delle istituzioni finanziarie monetarie è rimasta stabile (35 per cento).

Le caratteristiche dei titoli appaiono omogenee: le cedole sono prevalentemente a tasso fisso; l'intero spettro delle scadenze fino a 30 anni è rappresentato, con concentrazione dei titoli privati sul segmento a breve – medio termine. Le emissioni private sono

di dimensione media ridotta rispetto a quelle pubbliche. Le politiche di emissione degli emittenti pubblici sono volte a favorire la liquidità dei prestiti: circa l'80 per cento dei titoli pubblici in circolazione ha un volume da 5 a 20 miliardi di euro; emissioni di dimensione inferiore a 500 milioni non vengono più effettuate.

L'accresciuta omogeneità del mercato non ha impedito lo sviluppo di nuovi strumenti finanziari (*exchange traded funds*) e di mercati di nicchia (vari emittenti si sono specializzati in *floating rate notes*, *index-linked bonds*, *covered bonds*). Il ricorso alla finanza strutturata e agli strumenti derivati ha acquisito maggior rilievo, come dimostra la crescita dei segmenti degli *asset backed securities* e dei derivati sui crediti.

La concorrenza e la conseguente ricerca di maggiore efficienza hanno accelerato il processo di rinnovamento delle infrastrutture di mercato e di razionalizzazione dei relativi assetti proprietari. Nel settore del *trading*, si rileva lo sviluppo e un uso crescente delle piattaforme elettroniche, sia *dealer to dealer* sia *dealer to customer*, in grado di offrire servizi sempre più sofisticati. Dopo una fase di proliferazione di nuove piattaforme, dalla metà del 2001 si è assistito alle prime iniziative di consolidamento e all'uscita dal mercato di alcune strutture più piccole e meno efficienti. Nel settore del *post-trading*, si rileva una crescente integrazione dei fornitori di servizi di regolamento sia all'interno dei singoli paesi sia tra paesi, una maggiore diffusione di schemi di regolamento in moneta della banca centrale, un uso più esteso delle controparti centrali, un più accentuato ricorso ai servizi di prestito titoli e di gestione delle garanzie.

(*) A cura del Servizio Politica monetaria e del cambio. Il testo integrale del documento è disponibile sul sito www.ecb.int.

I progressi nella realizzazione di un'area unica dei pagamenti in euro (*)

Nel dicembre 2004, il Consiglio direttivo della BCE ha pubblicato il terzo rapporto sui progressi compiuti per la realizzazione di un'area unica dei pagamenti in euro (*Single Euro Payments Area, SEPA*) secondo il programma definito dalle banche europee nel maggio 2002¹. Il rapporto valuta gli sviluppi del progetto, segnatamente gli avanzamenti compiuti nell'ultimo anno per trasformare i sistemi di pagamento al dettaglio nazionali, ancora ampiamente frammentati, in sistemi paneuropei². In particolare il progetto mira ad assicurare ai cittadini europei la possibilità di effettuare pagamenti in tutta l'area dell'euro da un unico conto bancario in modo altrettanto facile e sicuro che negli attuali sistemi nazionali e a condizioni di costo analoghe. Presupposto fondamentale per il completo conseguimento di tale obiettivo è la piena applicazione di standard condivisi e l'utilizzo di infrastrutture paneuropee (*Pan-European Automated Clearing House, PE-ACH*).

Pur riconoscendo i progressi compiuti nella definizione di requisiti e standard comuni per gli strumenti (carte, bonifici e addebiti diretti ma non assegni) e di infrastrutture paneuropee, l'Eurosistema registra dall'inizio del 2004 ritardi nel rispetto del programma stabilito e un ridimensionamento del progetto originario. Le ragioni risiederebbero nella mancanza di incentivi ad accelerare il passaggio dagli standard e dalle infrastrutture nazionali a quelli paneuropei. Ricordando la valenza strategica del progetto nel processo d'integrazione europea, il rapporto invita il Consiglio europeo per i pagamenti (*European Payments Council, EPC*), la struttura organizzativa creata dalle banche per portare a termine l'iniziativa entro il 2010, a presentare un nuovo piano con l'indicazione di scadenze realistiche e coerenti con le date indicate dall'Eurosistema. In particolare: all'inizio del 2008 dovrà essere possibile per i cittadini e per le imprese utilizzare i designati strumenti paneuropei (carte, bonifici e addebiti diretti) anche per i pagamenti nazionali; entro la fine del 2010 dovrà essere completata la cosiddetta SEPA delle infrastrutture, con la trasformazione delle infrastrutture nazionali

in PE-ACH e l'abolizione degli schemi nazionali di strumenti di pagamento paneuropei.

Poiché l'effettiva realizzazione del progetto richiede un coinvolgimento e un impegno a livello locale, l'Eurosistema ha richiamato ciascuna comunità bancaria nazionale a definire entro il 2005 un piano di migrazione che permetta coerenti strategie da parte delle singole banche e infrastrutture. L'EPC dovrà controllare il contributo di ciascuna comunità bancaria alla realizzazione del progetto.

Se i risultati dovessero discostarsi significativamente dalle attese, l'Eurosistema potrebbe decidere di utilizzare gli strumenti di regolamentazione a propria disposizione per accelerare la realizzazione del progetto.

(*) A cura dell'Ufficio Sorveglianza sul sistema dei pagamenti. Il testo integrale del rapporto è disponibile, anche in italiano, nel sito www.ecb.int.

(1) *Libro bianco* Euroland: Our Single Payment Area! maggio 2002 (www.europeanpaymentscouncil.org).

(2) Per i precedenti rapporti cfr. Bollettino Economico n. 35, 2000, pag. 11* e n. 42, 2004, pp. 1*-2*.

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-

ne ancora l'attualità discutendo, con i colleghi della Riserva federale, della produttività totale dei fattori negli Stati Uniti e in Europa.

Il professor Modigliani mi offrì la possibilità di seguire un corso di teoria monetaria *ad personam*. L'insegnamento era una sorta di seminario bilaterale in cui mi assegnava le letture che poi avremmo analizzato insieme. Ricevetti, fra l'altro, questo indirizzo: "... benché io non condivida una parola delle conclusioni di Milton Friedman sulla politica monetaria, è un autore che devi studiare, cominciando dalla sua riformulazione della teoria quantitativa". Le discussioni potevano durare ore; talvolta nel tardo pomeriggio il Professore mi conduceva a casa sua, a Belmont, per continuare a parlare durante il pranzo di vari argomenti; il dibattito si prolungava fino a tarda ora finché Serena non rimproverava il Professore, ammonendolo di riaccomagnare a casa lo studente.

Modigliani stava lavorando alla nuova versione del saggio *Liquidity Preference*, correggendo quello che considerava un errore, avendo fatto riferimento, nell'articolo del 1944, a variabili - reddito e salari - espresse in termini nominali anziché reali. Avevo studiato a fondo anche Patinkin, del quale mi chiarì un aspetto che non avevo colto: l'applicazione della legge di Walras alla macroeconomia. Su questo punto mi avrebbe ancora "infilzato" qualche anno dopo, con una critica alla primitiva versione del modello del settore monetario dell'economia italiana: avevo inserito un mercato di troppo, ridondante. Mi dette però ragione, dopo aspri ma sempre cavallereschi dibattiti, sulla rilevanza del concetto di base monetaria, distinta dalla moneta, come strumento della banca centrale per il controllo del credito.

Un altro filone di ricerca al quale Franco volle associarmi fu quello dei rapporti tra struttura demografica e formazione del risparmio; riprendemmo una linea di pensiero che faceva capo a Giorgio Mortara, un autore che avevo anch'io studiato per la tesi di laurea.

Non ebbi mai dubbi, anche incoraggiato da Carli, di voler lavorare per la banca centrale. Nel ricordare Modigliani mi concentrerò su alcuni aspetti del suo pensiero rilevanti per la politica economica. I suoi molteplici e importanti contributi alla teoria sono già

stati discussi dagli illustri economisti intervenuti a questo convegno.

2. Il ruolo della moneta e il modello econometrico

La complessità della teoria macroeconomica, e della teoria monetaria in particolare, è testimoniata dalle aspre controversie che l'hanno attraversata nel corso del tempo. Ho ricordato i monetaristi e i keynesiani; molto prima c'era stato il lungo scontro tra scuola monetaria e scuola bancaria; più di recente è emerso il dibattito sulla nuova macroeconomia classica.

La contrapposizione fra distinti filoni di pensiero deriva non solo da visioni alternative del modo di operare del sistema economico, ma anche da un'enfasi diseguale, per una diversa valutazione della rilevanza empirica, su alcuni aspetti dei fenomeni oggetto di indagine. Possono emergere allora ipotesi e suggerimenti di politica economica antitetici; nel dibattito accademico, i vari approcci procedono in modo parallelo; il prevalere dell'uno sull'altro è spesso connesso con il manifestarsi di shock in grado di determinare un cambiamento di paradigma.

La Grande Depressione ha creato una frattura nel secolare procedere dell'analisi economica.

Il modello classico, che fino a quel momento aveva dominato, si rivelò inadeguato di fronte a una crisi dalle dimensioni catastrofiche. In un discorso trasmesso alla radio il 21 novembre 1934 dall'eloquente titolo "Poverty in Plenty: Is the Economic System Self-Adjusting?", Keynes dà una risposta negativa al quesito sull'intrinseca stabilità del sistema economico; pur riconoscendo la validità di gran parte dell'economia classica, si definisce un "eretico" e propone un modello alternativo. Individua un errore nella teoria prevalente: "There is, I am convinced, a fatal flaw in that part of the orthodox reasoning which deals with the theory of what determines the level of effective demand and the volume of aggregate employment; the flaw being largely due to the failure of the classical doctrine to develop a satisfactory theory of the rate of interest".

Nella tradizione keynesiana, il problema dell'instabilità dei sistemi capitalistici - soprattutto di quelli caratterizzati da un ampio sviluppo dell'intermediazione finanziaria - è stato oggetto di un approfondito saggio di un nostro amico economista prematuramente scomparso, Fausto Vicarelli. Quanti casi di instabilità abbiamo visto negli ultimi dieci o quindici anni, caratterizzati da una forte espansione della finanza globale. Instabilità che hanno apportato gravi disagi e malessere sociale nei paesi colpiti dalle crisi; il loro superamento ha richiesto uno sforzo pluriennale di tutte le componenti della società.

Partendo dalla *General Theory* e dalla rilettura di Hicks, Modigliani, nell'articolo del 1944 e nel successivo *The Monetary Mechanism* del 1963, analizza le implicazioni per l'occupazione della rigidità dei salari verso il basso. Con una offerta di moneta costante in termini nominali, una diminuzione della domanda aggregata comporta l'allontanamento dall'equilibrio di piena occupazione e la necessità, quindi, di una politica monetaria attiva.

Diversi aspetti del meccanismo di trasmissione della politica monetaria e della politica economica, analizzati da Modigliani e con lui discussi nel Servizio Studi con riferimento alla realtà economica italiana, sono inglobati nella struttura del nostro modello econometrico. Modigliani ci prestò a lungo la sua consulenza nel corso degli anni sessanta e in numerose occasioni nei decenni successivi. Si discutevano i problemi della crescita, dell'occupazione, degli investimenti, in generale e nell'economia italiana. Si discutevano a fondo anche la specificazione e la stima di singole equazioni del modello econometrico.

In questo contesto presero forma, con Ezio Tarantelli, attraverso le analisi del mercato del lavoro, le linee di una politica salariale che sarebbe stata poi applicata con buoni frutti.

La caratteristica del modello econometrico della Banca era quella di fondere una parte estesa, riferita all'economia reale - occupazione, salari, investimenti, prezzi, domanda effettiva - con un'analisi dettagliata dei flussi finanziari. Questa seconda parte nasceva dai contributi teorici di Gurley e Shaw, dal *Manuscript* di Tobin, dagli studi sul flusso dei fondi

di Copeland, tema approfondito empiricamente per l'economia italiana da Ercolani e Cotula.

Modigliani fu molto interessato a questa struttura del modello e si calò nelle discussioni sul nostro sistema finanziario. Ne derivarono anche idee per migliorare la struttura dei mercati.

Al modello, come schema logico di riferimento e per la conoscenza di alcuni fondamentali parametri della nostra economia, si è fatto, da allora, costantemente, ricorso in Banca d'Italia.

Utilizzammo il modello econometrico in un confronto serrato con il Fondo monetario internazionale per disegnare e definire i parametri della politica di stabilizzazione della nostra economia nel 1974, dopo lo scoppio della prima crisi petrolifera. La crisi aveva provocato un enorme squilibrio nei conti con l'estero e una forte inflazione, alla quale fece seguito, anche attraverso il meccanismo della scala mobile, un'esplosione salariale.

Il successo della politica di restrizione creditizia fu immediato, anche per la determinazione con la quale Carli la pose in atto.

Politiche di bilancio inappropriate crearono negli anni successivi nuovi squilibri. Ricorremmo ancora al modello e ai suoi parametri per definire, essendo Governatore Baffi, la politica di stabilizzazione del 1977-78 attuata dal governo Andreotti. L'intervento di bilancio si ragguagliò al 5 per cento del prodotto interno lordo. Gli effetti positivi sui conti con l'estero si manifestarono nel giro di un anno.

Nel corso di un trentennio, le analisi di Modigliani, volte a diagnosticare i mali della nostra economia e a suggerire i possibili rimedi, sono state molteplici e hanno spaziato dal mercato del lavoro ai problemi previdenziali. Franco era mosso dal desiderio di comprendere a fondo la realtà economica italiana al fine di correggere le disfunzioni, aumentare l'efficienza, accrescere l'occupazione. I suoi interventi, al di sopra di interessi di parte, furono sempre molto apprezzati da Carli, da Baffi, da Ciampi.

3. Modigliani e la politica economica

Negli anni sessanta il dominio della teoria keynesiana era incontrastato. Friedman proponeva un diverso indirizzo di pensiero, ma le sue idee non erano prese in considerazione, se non per liquidarle rapidamente. Non da Modigliani.

Negli anni settanta, lo sfaldamento dell'ordine monetario di Bretton Woods poneva le premesse di una deriva inflazionistica a livello mondiale; ne seguiva anche, date le politiche monetarie restrittive, un generalizzato rallentamento della produzione. L'inflazione riportava all'attenzione le idee di Friedman. Negli Stati Uniti la Riserva federale da lungo tempo si limitava - la politica di William McChesney Martin - a stabilizzare i tassi di interesse; in tal modo si finanziava, pressoché automaticamente, l'aumento dei costi e dei prezzi. Nel 1979, con la svolta di Volcker, l'accento si spostava sul controllo della quantità di moneta; si imposero anche, per un breve periodo, limiti amministrativi ai prestiti delle banche associate alla Riserva federale; i tassi di interesse di mercato raggiunsero livelli elevatissimi. L'inflazione fu frenata.

La cosiddetta controrivoluzione monetarista, attribuendo effetti destabilizzanti alla politica economica, tentava di imbrigliare il comportamento del *policy maker* entro i confini di "regole semplici". Questa prescrizione, in realtà, discendeva da una visione del sistema economico incentrata sull'ipotesi di automatico ritorno all'equilibrio che, come Keynes aveva ben posto in luce, costituiva la chiave di volta del pensiero classico.

Nel *presidential address* all'American Economic Association del settembre 1976, Modigliani interviene nel dibattito tra keynesiani e monetaristi, difendendo con argomentazioni penetranti la necessità delle politiche anticicliche, fiscali e monetarie.

Modigliani guarda con diffidenza all'ipotesi di aspettative razionali, sottostante all'inefficacia delle politiche di stabilizzazione, per il contrasto con l'evidenza empirica; gli scostamenti della disoccupazione dal tasso naturale non erano transitori, né di dimensione ridotta. Le cause che impediscono al sistema di riavvicinarsi in tempi non lunghi alla

posizione di equilibrio sono la incompletezza delle informazioni e le rigidità istituzionali. L'ipotesi di aspettative razionali può valere nel lungo periodo. Il manifestarsi di shock esogeni rende necessarie le politiche di stabilizzazione. L'esperienza del secondo dopoguerra conferma tale interpretazione, ma è sbagliato insistere eccessivamente nell'azione di *fine tuning*.

Modigliani rifuggiva dalle logiche di schieramento, mettendo in luce i limiti dei diversi modelli, anche di quello keynesiano, di cui criticava la mancata considerazione degli effetti di più lungo termine. Mi confidò: "... Abbiamo posto negli ultimi decenni esclusiva attenzione ai flussi; dobbiamo tornare a considerare, nelle nostre analisi, il ruolo delle consistenze".

In Italia il rapporto fra ricchezza e reddito disponibile è, oggi, intorno a 8, il valore più alto fra i paesi del Gruppo dei Sette.

La conclusione sull'efficacia delle politiche di stabilizzazione anticipa di un quarto di secolo la tesi sostenuta da Lucas che, nel *presidential address* del gennaio 2003, esprime un giudizio positivo sulle politiche economiche del dopoguerra basate sui progressi della teoria macroeconomica, sia keynesiana sia monetarista. Le politiche anticicliche hanno stabilizzato l'economia ed evitato il ripetersi di una depressione su larga scala, ma un più intenso ricorso a queste misure non produrrebbe ulteriori guadagni di benessere; questi possono essere invece realizzati attraverso politiche dell'offerta.

Muovendosi nel solco della tradizione classica, Lucas pone l'accento sulla incompletezza dei mercati e sulla presenza di rigidità e di frizioni nell'aggiustamento.

Su questi punti e sulla compatibilità di una teoria della moneta e dei prezzi con un modello essenzialmente keynesiano, a me sembra che le analisi di Patinkin in *Price Flexibility and Full Employment* e quindi in *Money, Interest, and Prices*, collegate a loro volta a passaggi molto precisi nell'ultima parte della *General Theory*, costituiscano una sintesi tuttora valida.

È una lezione alla quale mi sono rifatto allorché a metà degli anni novanta ho dovuto mettere in atto, in Italia, una politica monetaria fortemente restrittiva volta a sostenere il cambio della lira e a frenare l'inflazione. L'ho attuata mantenendo una visione dell'operare del sistema economico basata su un modello nel quale il livello dell'attività economica è essenzialmente controllato dalla domanda effettiva.

Forse, se i monetaristi non possono non dirsi, oggi, keynesiani, tenderei ad affermare che i keynesiani debbono - con riferimento agli stocks e alla buona analisi - dirsi anche monetaristi.

La teoria economica è di grande aiuto al banchiere centrale. Nel concreto operare, tuttavia, non bisogna dimenticare che la complessità della teoria non sempre consente di arrivare a conclusioni univoche e, quindi, a ricette sicuramente corrette ed efficaci. Si hanno talora di fronte ipotesi diverse che suggeriscono misure di politica economica del tutto contrastanti. È importante per il *policy maker* tenere presente i molteplici aspetti dei problemi da affrontare, in modo da selezionare il modello con il maggiore potere esplicativo. La storia ci offre vari esempi di errori dovuti a un carente apparato teorico. Basti pensare alle politiche monetarie dei primi anni trenta e alle disfunzioni del *gold exchange standard* che contribuirono a trasmettere la Grande Depressione alla generalità dei paesi, con conseguenze nefaste per l'economia mondiale.

In secondo luogo è necessaria una conoscenza empirica dei fenomeni oggetto di intervento. Assistiamo continuamente a dibattiti su problemi attuali in cui si utilizzano modelli economici astratti senza connessione con la realtà. La ricerca delle soluzioni deve partire da situazioni concrete; l'avvicinamento all'ottimo, come già suggeriva Pareto nel *Manuale*, deve tenere conto anche di vincoli e fattori non economici. L'insufficiente conoscenza del complesso funzionamento di una economia di mercato condiziona la nostra capacità di operare, può condurre a soluzioni erranee.

Il ruolo delle aspettative è determinante per gli andamenti dell'economia e nel meccanismo di trasmissione degli impulsi di politica economica.

La lezione di Modigliani su questo punto, volta a cogliere gli aspetti essenziali dei problemi al di là di schemi preconcepiuti, è importante. Sulle aspettative egli aveva già fornito un contributo notevole in un lavoro del 1954 scritto con Emile Grunberg; questi temi ricorrevano spesso nei suoi ragionamenti.

Governare un'economia, attraverso la politica di bilancio, la politica monetaria, le riforme strutturali, è un compito complesso. Si interpretano in modo più completo rispetto al passato i diversi segnali che provengono dall'economia, la cui valenza informativa è tuttavia incompleta rispetto a quella necessaria per tracciare una rotta sicura; è migliorata la conoscenza, a livello micro e macro, delle funzioni di comportamento degli operatori. Tuttavia, la politica economica rimane, come tutte le discipline applicate, un'arte.

4. Conclusioni

L'economia internazionale e quelle nazionali sono oggi dominate dal fenomeno della globalizzazione.

È il segno dei tempi.

La globalizzazione non solo trasforma le economie e la finanza, ma incide anche sui modelli sociali e culturali; solleva in maniera acuta, innanzitutto a livello internazionale, il tema delle istituzioni di governo di questo fenomeno. Per affrontare i mutamenti e anticipare il futuro occorre una dimensione culturale nella quale la sempre più avanzata specializzazione sia integrata da elementi di cultura umanistica. In tale quadro, istituzioni come questa gloriosa Accademia hanno un compito da svolgere nei rami alti del sapere.

Il sistema finanziario ha acquisito a livello globale una sorta di primazia, di autonomia. In esso si determinano i livelli dei tassi di interesse e la loro struttura, i tassi di cambio, il costo del capitale - anche qui Modigliani *docet* - che passa attraverso i mercati azionari. Il sistema finanziario globale riceve impulsi dall'andamento delle maggiori economie e dalle banche centrali; è sempre, per sua natura, esposto al rischio di instabilità; trova la sua ragione

d'essere nel raccordo della capacità di risparmio da parte di alcuni settori con la spesa per investimenti da parte di altri.

Nei sistemi chiusi i grandi operatori erano le imprese, le famiglie, lo Stato; in quello globale entrano in gioco gli squilibri degli Stati e delle aree monetarie.

Il sistema internazionale tende ad adeguare caratteristiche e dimensioni del suo operare anche alla necessità di trasferire risorse da paesi e aree economiche in avanzo di parte corrente a paesi e aree in disavanzo. I capitali si dirigono dove più alti sono la produttività e, quindi, i profitti e i rendimenti, e la sicurezza. In fondo ciò è già stato teorizzato, in sistemi chiusi - il mondo è un sistema chiuso - con il *turnpike theorem*.

Ma il sistema globale è una sorta di regime di *free banking* senza un'ancora.

I Governatori si impegnano a definire regole per gli operatori al fine di accrescere la stabilità. Sia pure superando diversi fallimenti, sembriamo essere in grado di riuscire nell'intento. Le regole di Basilea, le continue consultazioni, la vigilanza all'interno dei singoli paesi danno un contributo fondamentale alla stabilità. I derivati, questa nuova invenzione della finanza, forniscono il lubrificante, abbassano e redistribuiscono i rischi. Qualche volta si trasformano in carburante, spingendo il sistema oltre i limiti della prudenza.

I sistemi nazionali si collegano a quello globale attraverso il commercio, ma oggi, molto più che in passato, attraverso la finanza. L'efficienza e la stabilità dei sistemi finanziari nazionali, il loro raccordo con il mercato globale sono necessari per la vitalità e il corretto operare di un'economia; non sono sufficienti ai fini della crescita e della prosperità.

Le politiche devono, in primo luogo, correggere gli squilibri macroeconomici e, quindi, favorire il pieno utilizzo dei fattori produttivi; in sistemi aperti, incentivare la competitività. Questa, da un punto di vista generale, non è altro che la capacità di un'economia di fornire attraverso il proprio operare un flusso adeguato e crescente di valore aggiunto. Mi sembra allora che il problema della competitività

venga in gran parte a coincidere, in sistemi aperti, con quello della crescita potenziale.

In Europa, e specialmente in Italia, lo sviluppo del prodotto potenziale si è abbassato negli ultimi anni. L'introduzione della moneta comune non è stata accompagnata da riforme in grado di accelerare la crescita. La stabilità monetaria e i bassi tassi di interesse hanno apportato benefici, ma non è ancora seguito lo sviluppo.

L'agenda di Lisbona, valida nella sua formulazione generale, con il concorso della Unione e degli Stati, dovrà essere calata, individuandone gli strumenti di attuazione, nelle singole economie. Dalle dichiarazioni pubbliche si evince che la Commissione è impegnata su questi temi.

L'invecchiamento demografico - alle cui conseguenze per i bilanci pubblici e per gli equilibri macroeconomici, da raccordare a quelli individuali, Modigliani ha dedicato tante energie - incombe sull'Europa, sull'Italia, su altri sistemi economici avanzati.

La previdenza pubblica e la sanità, conquiste di grande valore sociale del secolo appena trascorso, dovranno poter conservare i loro benefici anche per le generazioni future. La politica dell'immigrazione, accortamente governata, può essere una risorsa, come l'esperienza dell'economia più avanzata dimostra.

È una politica che ha effetti rilevanti sul piano sociale, istituzionale, giuridico; i problemi, previa un'analisi di ampio respiro basata su solidi principi, vanno affrontati rifuggendo da soluzioni estreme. Vanno tenuti presenti gli interessi nazionali, ma anche le aspettative di coloro che abbandonano la loro patria alla ricerca di condizioni di vita dignitose, aspirazione e diritto di ogni persona.

È stato affermato, da un'alta cattedra, che ogni uomo, con la sua venuta al mondo, diviene un cittadino della comunità mondiale, con il diritto a partecipare ai beni che lo stesso sistema è in grado di offrire.

L'economia è un aspetto della più vasta società civile. Il benessere, anche economico, si conquista con l'analisi, la volontà, la collaborazione, l'impresa

che intravede nuovi orizzonti e si sforza e opera per raggiungerli. L'aumento dell'occupazione, la diffusione del lavoro, è l'obiettivo che priva di "tristezza" la scienza economica. È cruciale oggi, in Italia, azionare tutte le leve necessarie per invertire le tendenze, per cogliere la ripresa, per aumentare la propensione all'investimento, per innestare una spinta all'espansione.

Le soluzioni e le proposte devono nascere, sia pure nella necessaria dialettica, dalla convergenza solidale di tutti i soggetti, istituzionali, economici e sociali.

Le prospettive di un'economia si leggono nella volontà delle imprese di intraprendere e investire. La formazione di capitale, essenziale per l'aumento del potenziale di crescita, tende a smaterializzarsi, ad

assumere la forma di conoscenze, organizzazione, abilità e qualità degli uomini, di smithiana memoria. Dobbiamo ritrovare la tensione verso la crescita di ogni componente della società, la fiducia nel futuro.

La pratica deve essere fondata sulla buona teoria. Gli economisti propongono suggerimenti per la parte che loro compete. La sintesi e la realizzazione, nel contesto della vita civile, appartengono alla Politica.

Penso che queste riflessioni non dispiacerebbero a Franco Modigliani. Mi avrebbe fatto sicuramente critiche e osservazioni, avrebbe suggerito integrazioni e correzioni. Ma è in fondo anche alla sua forza morale, alla passione per il bene dei suoi concittadini che ci ha trasmesso con i suoi insegnamenti, che queste riflessioni sono ispirate.

Basilea 2 e IAS: più concorrenza, minori rischi

Realizzare Basilea 2 e IAS: tendenze, criticità e soluzioni

VIII CONVENTION ABI

Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Pierluigi Ciocca

Roma, 29 novembre 2004

Il mio sarà un intervento di inquadramento. Considererò non i contenuti tecnici, ma tre aspetti generali di Basilea 2 e IAS:

- a) il contesto macroeconomico in cui i nuovi metodi si inscrivono;
- b) i loro effetti auspicabili sul sistema finanziario;
- c) la loro recezione da parte delle banche e nell'ordinamento giuridico italiano.

a) *Il contesto macroeconomico*

L'entrata in vigore degli IAS e di Basilea 2 è distribuita nel tempo, fra il 2005 e il 2007. La preparazione è in atto presso operatori e vigilanti. "Contesto" è quindi un insieme di attualità, programmi, aspettative, previsioni.

Sulla base dell'informazione oggi disponibile, il momento è favorevole a una non traumatica introduzione dei nuovi metodi.

Il quadro macroeconomico internazionale è esposto a conflitti militari, petrolio scarso, alti prezzi degli immobili, indebitamento esterno degli Stati Uniti, dollaro cedente. E tuttavia questo stesso quadro è quanto di meglio si sia visto da un quarto di secolo a questa parte. Lo scenario previsivo 2005-06 resta di crescita senza inflazione: 3 per cento l'anno il PIL reale e meno del 2 per cento i prezzi nell'area dell'OCSE, ben 9 per cento l'anno il volume del commercio mondiale.

A questa situazione macroeconomica sostanzialmente benigna corrisponde una condizione di sta-

bilità sistemica della finanza. Il Financial Stability Forum – a cui mi onoro di appartenere sin dalla sua istituzione nel 1999 – è il massimo organismo mondiale di supervisione finanziaria. Il Forum registra indebitamento moderato o sostenibile di imprese e famiglie; intermediari profittevoli e capitalizzati; quotazioni azionarie non lontane dai fondamentali conoscibili; *standards* prudenziali rafforzati quasi ovunque. Rispetto al passato, gli indicatori di stabilità presentano media più alta e dispersione più bassa, ancorché non trascurabile.

L'Italia non fa eccezione a questo quadro per quanto attiene alla dinamica contenuta dei prezzi e alla stabilità sistemica del settore finanziario, considerato nel suo complesso. Fa purtroppo eccezione nella crescita di trend della sua economia. Dal 1992 al 2006 (previsione) il tasso di crescita è mediocre: 1,4 per cento l'anno. E tuttavia la ripresa ciclica è abbastanza in linea con la – moderata – espansione del potenziale produttivo. Inoltre, anche una economia con sviluppo basso del prodotto potenziale può essere efficiente e stabile nella sua dimensione finanziaria. Il "problema di crescita" dell'economia italiana è risolvibile (1). Non siamo condannati al ristagno. Abbiamo una diagnosi. Soprattutto, è chiara la terapia (2). Lo Stato è chiamato a risanare la finanza pubblica, curare le infrastrutture, ridurre le tasse, riscrivere il diritto dell'economia; le imprese, a crescere in quantità e qualità con investimenti e progresso tecnico; le banche, a selezionare e sostenere le imprese migliori; i sindacati, a difendere, ma anche a moderare, la dinamica salariale. Tutti son chiamati ad accettare la concorrenza, a non ostacolare la riallocazione delle risorse. Politiche

e comportamenti insieme – non le politiche governative da sole, non i soli comportamenti di imprese, banche, lavoratori – riuscirebbero a riportare al 3 per cento il tasso di crescita di lungo periodo dell'economia italiana.

b) *Le finalità di Basilea 2 e IAS*

Basilea 2 e IAS, congiuntamente considerati, possono sensibilmente accrescere l'efficienza e soprattutto per questa via la stabilità bancaria.

Come? In linea generale, per il tramite di una concorrenza intensificata fra gli intermediari creditizi e nei mercati finanziari.

Senza concorrenza non vi è efficienza. Senza efficienza non vi è, alla lunga, stabilità. Senza stabilità è più difficile la ricerca dell'efficienza, incontra limiti l'esplicarsi della concorrenza. Cadrebbe in intima contraddizione un'azione di vigilanza prudenziale che, per scelta, ovvero perché costretta dalla legge, ignorasse la concorrenza o, peggio, immaginasse di sacrificarla alla stabilità.

Conforto queste proposizioni – della cui validità la Banca d'Italia resta profondamente, analiticamente, convinta – con una considerazione teorica e con un dato empirico.

La considerazione teorica è presto detta, semplificando. Le banche sono per natura, o divengono per sollecitazione della vigilanza, avverse al rischio. Sono in equilibrio se a minore rendimento corrisponde minore rischio. La concorrenza erode le quasi-rendite, gli extra-profitti da oligopolio. Per ciò stesso, *ceteris paribus*, non induce le banche ad assumere maggiori rischi. Al contrario, eliminando il "sussidio" delle quasi-rendite esteso alle attività più rischiose, richiama le banche alla prudenza. L'azione della vigilanza va in questa stessa direzione. Non vi è contrasto fra concorrenza e stabilità bancaria in punto di teoria. Non vi è, quindi, sul piano istituzionale contrasto di principio fra vigilanza e azione *antitrust* in campo bancario quando – come avviene negli Stati Uniti da sempre e in Italia dal 1990 – la stessa istituzione adempie entrambi i compiti.

Il dato empirico è egualmente chiaro. Nonostante il lungo ristagno dell'economia italiana seguito alla

drammatica crisi valutaria del 1992, la Banca d'Italia ha governato il sistema bancario registrando al tempo stesso accentuazione della concorrenza e instabilità circoscritta a singole aziende di credito. Nella maggioranza dei mercati dei prodotti bancari gli indicatori microeconomici – di prezzo e di quantità – testimoniano dell'intensificarsi della concorrenza, del passaggio da una antica condizione di bassa concorrenza a una di concorrenza nettamente più elevata (3). Nei mercati della proprietà e del controllo societario la contendibilità delle banche è stata esaltata dalla pressoché totale privatizzazione e dall'accresciuto peso dell'intermediazione complessiva svolta dalle banche quotate in borsa. Gli indici di Lerner – misura statica del grado di oligopolio – nel 2000-01 rispetto alla media degli anni Ottanta sono scesi fra le banche di un quinto; sono saliti di un quarto nel complesso del terziario; sono rimasti invariati, su più bassi livelli, nell'industria in senso stretto (4). Mediamente (v. tav. e graf.), negli anni 1990-2003 rispetto agli anni ottanta, nel sistema bancario la produttività è cresciuta più rapidamente, il costo reale del lavoro più lentamente. La profittabilità è nondimeno diminuita: compressa non da maggiori svalutazioni di crediti, ma dall'accentuata concorrenza. Contemporaneamente, sempre dal 1990, il numero delle banche si è ridotto di quasi 300 unità (a 790). Sono venute meno oltre 800 banche. Eppure, il totale delle perdite delle banche cessate o rilevate ricaduto su altre banche o sulle pubbliche finanze non ha raggiunto, cumulato in un quindicennio, l'1,5 per cento del PIL di un anno.

Nel campo dei rischi di credito la regolamentazione anticiperà la pratica, anziché seguirla come era avvenuto con l'emendamento del 1996 all'accordo di Basilea nel campo dei rischi di mercato. Basilea 2 sollecita l'efficienza delle banche. Sono premiate con minori obblighi di capitale le banche, grandi e piccole, che usano metodi più precisi nella quantificazione e più efficaci nella gestione dei rischi di credito. In questo senso, il nuovo accordo rappresenta un fattore di selezione darwiniana delle banche migliori. Accentuerà la concorrenza, redistribuendo le quote di mercato.

Altrettanto è vero per gli IAS, ancorché per motivi diversi. Essi sono volti a migliorare l'informazione

e la trasparenza. Rendono i conti di imprese e banche internazionalmente comparabili. Potenzialmente consentono una rappresentazione più realistica sia dei rischi di mercato (si pensi alla presunzione di calcolo a *fair value* di tutti gli strumenti finanziari) sia dei rischi di credito (si pensi all'*impaired loan*, nozione ampia e armonizzata di credito deteriorato, comprensiva dei crediti scaduti). Informazione e trasparenza intensificheranno pur esse la concorrenza, fra le imprese e fra le banche.

Poiché, per le ragioni dette, i progressi nella concorrenza e nell'efficienza sono correlati ai progressi nella solidità patrimoniale, Basilea 2 e IAS sono destinati, insieme, a rafforzare per queste vie anche la stabilità complessiva della finanza.

Aggiungo due qualificazioni: ovvia la prima, più discutibile la seconda.

Naturalmente, Basilea 2 contribuirà alla stabilità bancaria in primo luogo e in via diretta attraverso una più sicura adeguatezza del rapporto fra capitale e rischi delle banche.

Al di là della diversità di opinioni sulla qualità informativa del *fair value*, si può temere che gli IAS, segnatamente quelli relativi agli strumenti finanziari, renderanno i risultati patrimoniali e di conto economico più variabili. Non è detto che ciò avvenga, una volta superata la transizione dal primo impatto della nuova contabilità. Ma anche qualora ciò accadesse, bisogna evitare di confondere la variabilità dei risultati di imprese e banche con la instabilità patrimoniale delle banche. Se la variabilità "vera" – quantomeno quella rilevante per i mercati – è registrata dalle voci contabili *marked to market* meglio che dal costo storico, sarà sollecitato l'apprestamento delle cautele da parte delle banche nel gestire, assicurare, sopportare i rischi. La stessa vigilanza prudenziale rafforzerà l'attenzione verso gli intermediari vigilati. Di per sé, registrare meglio la variabilità "vera" non è destabilizzante, al contrario. È comunque allo studio l'ipotesi di applicare al calcolo dei patrimoni di vigilanza "filtri" prudenziali capaci di attenuare gli eventuali effetti del *fair value*, di impropria oscillazione dei conti.

c) *La recezione dei nuovi metodi*

La misura in cui le finalità perseguite verranno effettivamente raggiunte dipenderà da come le banche sapranno prepararsi. Ma dipenderà anche dagli adattamenti che verranno apportati all'ordinamento giuridico dell'economia.

Per le banche il cambiamento sarà profondo, tecnico e culturale. Dalla valutazione e dalla decisione ancora ampiamente basate su valori deterministici, su grandezze a un solo valore, su un "procedere per somma", si muoverà verso un esteso ricorso a distribuzioni di probabilità, oggettiva e soggettiva. Il passaggio ulteriore sarà ancor più nella direzione di considerare i portafogli nella loro interezza e i legami fra valore delle attività/passività, struttura del bilancio, strategie di immunizzazione. Sempre meno il rischio del tutto si calcolerà per addizione del rischio delle parti.

Le banche italiane si stanno preparando. Particolarmente stretta è la interazione con la Vigilanza della Banca d'Italia da parte di quei gruppi bancari che sin dall'avvio utilizzeranno i metodi avanzati di *rating* interno.

Ma Basilea 2 e IAS rappresentano anche un motivo in più per conformare il diritto dell'impresa vigente in Italia alle esigenze di una moderna "economia di mercato con regole". Vengono interessati, seppure in misura e con modalità diverse, almeno tre campi dell'ordinamento giuridico dell'economia: societario, della concorrenza, fallimentare.

La riforma recente del diritto societario si sta calando nella realtà delle imprese e delle banche. La normativa primaria del settore bancario è stata coordinata con la nuova impostazione del codice civile attraverso il d. lgs. 37/2004. Faranno presto seguito le disposizioni secondarie di attuazione. Una più generale nozione di "partecipazione" al capitale, l'adeguamento dei requisiti sugli esponenti bancari, soprattutto i rispettivi compiti degli organi di amministrazione e di controllo nei modelli di *governance* tradizionale e nuovi: sono, questi, gli aspetti su cui si incentra l'attenzione della Banca d'Italia per la migliore interpretazione del nuovo diritto societario da parte degli intermediari del credito. Affinché Basilea 2 e IAS dispieghino la loro efficacia occorre che a

fronte dell'autonomia riconosciuta agli amministratori – segnatamente dai nuovi artt. 2381 e 2392 del codice civile – si rafforzino i presidi interni ed esterni di riscontro degli assetti sia gestionali sia contabili.

Nell'applicazione alle banche delle norme giuridiche volte a tutelare e a promuovere la concorrenza verrà ancor più valorizzata la connessione fra *antitrust* e vigilanza prudenziale. Il credito resta il cuore dell'attività bancaria. La concorrenza nel mercato del credito è viepiù cruciale. La Banca d'Italia quale organo di vigilanza sarà chiamata a un delicato, doppio compito. Dovrà convalidare i diversi modelli di rischio utilizzabili dalle banche ai fini di Basilea 2. Dovrà riscontrare le modalità d'impiego di quei modelli nei processi decisionali come pure, in concorso con la Consob, l'applicazione degli IAS. Diffondendosi i metodi stocastici, prima che la convergenza nel loro impiego prevalga sospinta dalla competizione, il "prodotto" creditizio e i suoi prezzi d'offerta varieranno. Varieranno fra le banche e nel tempo, al limite nei confronti dello stesso cliente. Nella disamina prezzo/qualità/quantità del prodotto svolta a fini *antitrust* cresceranno i vantaggi dell'affidare la difesa della concorrenza bancaria all'organo di vigilanza. La vigilanza è meglio informata proprio perché primariamente competente per la convalida e la verifica dei modelli di rischio e di contabilità delle banche.

L'urgenza di una radicale revisione delle procedure concorsuali, infine, diviene ancor più evidente. In un mondo in cui il ragionare e il decidere azienda-

li da deterministici si fanno probabilistici non è più concretamente praticabile il vecchio diritto fallimentare, incentrato su categorie nette, prive di chiaroscuri (liquido/illiquido, solvibile/insolvente, incagliato, sofferente, revocabile). Della necessità di riscrivere, nella loro interezza, le procedure concorsuali si renderanno conto financo i *vested interests* che per anni, con successo, hanno bloccato ogni tentativo di riforma.

Basilea 2 e IAS promuovono *standards* personalizzati, là dove il criterio generale e astratto mal s'applica al caso concreto. Ciò è coerente col principio che chiama il giudice a vagliare, più che l'esito delle decisioni aziendali, il processo da cui le decisioni sono scaturite. Vanno evitati entrambi gli estremi: l'appiattimento dei comportamenti degli amministratori su parametri consolidati, l'eccessivo rilievo all'*ex post* nel sindacare le loro scelte. Sarà comunque cruciale, da ultimo, la giurisprudenza.

(1) P. Ciocca, *Il tempo dell'economia. Strutture, fatti, interpreti*. Bollati Boringhieri, Torino, 2004, cap. 14.

(2) P. Ciocca e G. M. Rey, *Crescere: si può, si deve*, in *Economia Italiana*, n. 2, 2004.

(3) P. Ciocca, *The Italian Financial System Remodelled*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, 2005, spec. cap. 6.

(4) N. Cetorelli e R. Violi, *Forme di mercato e grado di concorrenza nell'industria bancaria dell'area dell'euro*, *Ente Einaudi*, Quaderni di Ricerche, n. 35, 2003, pp. 37-39 e Tav. 4, p. 55.

Tav. 1

Tendenze di medio periodo dell'industria bancaria italiana

	Demografia
Banche esistenti al 31.12.1990	1.064
Banche esistenti al 30.6.2004	790
Banche che hanno cessato l'attività dall'1.1.1991 al 30.6.2004	812

	Redditività e produttività	
	1980-1990	1991-2003
	(medie di dati annuali; valori percentuali)	
Saggio del profitto	11,3	6,0
Risultato di gestione in percentuale del totale delle attività	1,70	1,39
Tasso di variazione del costo per addetto a prezzi costanti	0,8	0,1
Tasso di variazione delle attività per addetto a prezzi costanti	1,0	4,0
Tasso di variazione del margine di intermediazione per addetto a prezzi costanti	1,1	2,2

	Banche quotate		
	1981	1990	2004
Numero	32	47	40
Quota di mercato in termine di attività (1)	23%	30%	80%

	Perdite delle banche che hanno cessato l'attività: 1990-2003 (2)
Valore nominale (milioni di euro)	12.998
Valore attualizzato al 2003 (milioni di euro) (3)	17.465
Valore attualizzato in percentuale del PIL del 2003 (3)	1,34

1) Direttamente e attraverso controllate non quotate – 2) Perdite registrate in conto economico tra il 1990 e il 2003 dall'insieme delle banche che hanno cessato l'attività, che sono state incorporate o il cui controllo è stato acquisito da altre banche o gruppi creditizi. – 3) L'attualizzazione è stata effettuata utilizzando il tasso medio annuo sui BOT

Tav. 2

Contributi alla formazione del saggio del profitto

	1980-1990	1991-2003
Risultato di gestione	45,9	20,19
Svalutazioni nette, perdite e proventi straordinari netti	-23,2	-8,75
Saggio del profitto al lordo delle imposte	22,7	11,4
Imposte	-11,4	-5,4
Saggio del profitto al netto delle imposte	11,3	6,0

Fig. 1

Indici di redditività dell'industria bancaria italiana: 1980-2003

