



Università Cattolica del S. Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 2/2005

Autori del presente rapporto sono Giacomo Vaciago, Domenico Delli Gatti e Giovanni Verga (cap. 1), Marco Lossani (cap. 2), Serena Caroppo, Luca Colombo e Gilberto Turati (cap. 3). Hanno collaborato: Mario Anolli, Stefania Andreotti, Alberto Banfi, Giovanni Barone, Stefano Corona, Daniele Limonta, Maurizio Marchiori, Giuseppe Mastromatteo e Laura Nieri.

Direzione e coordinamento: Piero Giarda. Segreteria: Elisabetta Scansani.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili nel mese di giugno 2005.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

Via Necchi, 5 - 20123 Milano - tel. 02-7234.2466; laboratorio.monetario@unicatt.it; www.assbb.it



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

proff. P. GIARDA (responsabile), F. CESARINI,
G. MAZZOCCHI, P. RANCI, G. VACIAGO



INDICE

SINTESI	pag. I
INTRODUZIONE	“ 1
1 – ASPETTI DELLA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA	“ 3
1. Il quadro macroeconomico	“ 3
1.1 Il “malessere” italiano	“ 6
2. Tassi e aggregati in Europa	“ 11
3. Aggregati e tassi bancari in Italia	“ 20
4. Imprese e mercato dei capitali	“ 22
5. Le previsioni dell’Euribor e del tasso ufficiale	“ 24
2– UN ALTRO GIGANTE EMERGENTE: L’INDIA	“ 27
1. Una breve introduzione storica	“ 27
2. La struttura dell’economia indiana	“ 28
3. La congiuntura più recente	“ 30
4. India vs Cina: similarità e differenze	“ 31
5. Sorpasso indiano o tandem asiatico?	“ 35
3 –SULLA MISURAZIONE DEL GRADO DI CONCORRENZA DELL’INDUSTRIA BANCARIA ITALIANA	“ 38
1. Il processo di concentrazione nell’industria bancaria italiana	“ 38
2. Concentrazione, redditività e concorrenza nei mercati bancari regionali	“ 40
3. Efficienza, redditività e concorrenza: considerazioni conclusive e spunti di ricerca	“ 45
4. Appendice: le principali metodologie di misurazione del grado di concorrenza	“ 47

SINTESI

Aspetti della congiuntura reale e monetaria –

Nel corso del primo trimestre 2005 è proseguito il rallentamento dell'espansione internazionale iniziato nella seconda metà del 2004, riconducibile sia all'attenuazione dell'espansione Usa (+3,6% la variazione congiunturale annualizzata), sia alle difficoltà dell'economia europea, all'interno della quale l'Italia continua a registrare dinamiche negative del PIL (-0,5% in termini congiunturali contro il -0,4% del quarto trimestre 2004), in presenza di un deterioramento progressivo delle condizioni della finanza pubblica. Il nostro paese, diversamente dalla Germania e dalla Francia, sta soffrendo sia l'impatto negativo della domanda estera netta, sia la mancanza di un contributo significativo proveniente dalla domanda interna, ed in particolare dagli investimenti. L'unico aspetto positivo che sembra in contraddizione con il quadro complessivo è l'aumento dell'occupazione.

Sul fronte dei tassi, mentre la Fed continua nella politica di graduale rialzo (a fine giugno il nono incremento di 25 punti base in 11 mesi), in Europa l'aspettativa è quella di tassi ufficiali invariati al 2%. Conseguentemente i tassi di mercato, sia a breve che a lunga, risultano attualmente di quasi un punto percentuale più alti negli Usa rispetto alla zona-Euro.

Moneta e credito stanno crescendo a ritmi sostenuti nella zona-Euro come in Italia, coerentemente con il basso livello dei tassi d'interesse. In particolare in Italia, nel corso dei primi quattro mesi, si è assistito ad una accelerazione nella dinamica sia della raccolta diretta (+7,9% ad aprile) che degli impieghi (+7,6% ad aprile). Il dato positivo riguarda il credito alle imprese, che ha registrato un tasso medio di variazione nel quadrimestre prossimo

al +7%. E' andato per contro riducendosi l'accesso delle imprese al mercato dei capitali.

Un altro gigante emergente: l'India – Il capitolo analizza i principali aspetti dello sviluppo economico indiano, cercando di evidenziarne analogie e differenze nei confronti dell'altro gigante asiatico, la Cina.

L'India si presenta caratterizzata da un sistema bancario e finanziario di minori dimensioni, seppur connotato da un grado relativamente maggiore di efficienza, nonché da un basso tasso di risparmio (24% contro l'oltre 40% della Cina) che trova parziale compensazione negli afflussi di capitali esteri i quali, tuttavia, costituiscono solo un quarto di quelli diretti in Cina. Tali fattori concorrono a giustificare il minor tasso di investimento (in macchinari, attrezzature ed edilizia) dell'economia indiana, pari a circa la metà di quello cinese.

Ne deriva così un diverso ruolo dell'India nella divisione internazionale del lavoro: l'India tende ormai a specializzarsi nei servizi alle imprese, in particolare nel campo del software e dei servizi ad elevato utilizzo di *information technology*, dove vi è una minore intensità capitalistica ed un ruolo cruciale viene svolto dall'impiego di manodopera qualificata (nonostante il tasso di analfabetismo rimanga ancora elevato e superiore a quello cinese); diversamente la Cina viene ormai assimilata alla "fabbrica del mondo", come risultato di notevoli investimenti in capitale fisico nei settori del manifatturiero e dell'industria pesante.

Sulla misurazione del grado di concorrenza dell'industria bancaria italiana –

Il capitolo analizza il processo di consolidamento del sistema bancario italiano avviatosi nel corso degli anni novanta dal punto di vista del grado di concorrenza, attraverso l'applicazione ai mercati



II

regionali di due fra le metodologie indicate nella letteratura: gli indici di concentrazione (calcolati sulla base del numero degli sportelli bancari) e le misure di *mark-up* e *mark-down* (quale *proxy* del margine prezzo-costi sui mercati della raccolta e degli impieghi).

Nel periodo esaminato (1995-2002) l'industria bancaria è stata caratterizzata da crescenti livelli di concentrazione (in particolare nel Nord Est e nelle Isole) anche se a partire dal biennio 2000-2001 si è innestata una generalizzata inversione di tendenza (uniche eccezioni Umbria e Abruzzo). Il fenomeno non emerge in maniera

altrettanto evidente dall'analisi della profittabilità: considerando il margine complessivo, il processo di consolidamento sembra essersi associato ad una generale riduzione della redditività (segnale di una aumentata concorrenzialità), più significativa per le regioni meridionali, con un parziale recupero a partire dal 2000.

Si conferma pertanto la necessità di approfondire le determinanti della relazione tra efficienza e redditività sui singoli mercati regionali.

INTRODUZIONE

L'ITALIA IN RECESSIONE

La recessione in corso in Italia non avrà certo stupito i nostri lettori, che hanno seguito su queste pagine l'analisi dei problemi dell'economia italiana¹. Una parte rilevante dell'Europa continentale – in particolare Francia, Germania e Italia – è da anni caratterizzata da crescita economica ridotta, rispetto a quanto realizzato in passato, e rispetto al resto del mondo che stava invece presentando tassi di crescita maggiori. In questo ambito, l'Italia è il paese con i tassi di crescita minori, divenuti ora negativi.

Quali sono le cause di questa recessione; e anzitutto è corretto parlare di recessione? In proposito, merita sottolineare che l'espressione "recessione" appartiene all'analisi congiunturale, definendo una fase del ciclo economico che è appunto caratterizzata da un calo assoluto dei livelli di reddito reale (PIL). Si parla di recessione quando il calo caratterizza almeno due trimestri successivi. Ed è tipico dell'analisi congiunturale prevedere anche che alla recessione seguirà, dopo un punto di minimo, una fase di ripresa – quando il reddito reale torna a crescere.

Recessioni infrequenti e brevi hanno caratterizzato la recente esperienza di molti Paesi sviluppati, ed hanno portato ad una "saggezza

convenzionale" che reputa non necessarie le politiche congiunturali, che erano invece di moda 40-50 anni fa. Non si fanno più le opere pubbliche a fini di stabilizzazione economica, e neppure si modificano le politiche monetarie e di bilancio, che dovrebbero restare orientate solo a garantire equità e crescita. La ragione principale è che se le fluttuazioni sono di breve periodo c'è il rischio che gli interventi producano i loro effetti quando non sono più utili, aggiungendo instabilità.

Questa essendo la prevalente riflessione macroeconomica, resta ovviamente il problema – analitico e di politica economica – di accertare quale sia lo stato dell'economia italiana. Avremo presto una ripresa, che ci farà dimenticare le difficoltà odierne? Oppure, il declino che è in atto già da anni è destinato ad aggravarsi? La quotidiana ricerca di "capri espiatori" (negli ultimi tre mesi, ne sono stati "scoperti" tre: il petrolio, la Cina, l'Euro!) è già un'evidente conferma del disagio strutturale della nostra economia. E della povertà di ricette utili per tornare a crescere. La stessa proposta di uscita dall'Euro (che *The Economist* attribuisce ad un nostro "minor politician", vedi 11 giugno 2005, p. 12) non fa riferimento ad alcuna concreta politica di crescita. Dopotutto, sappiamo bene che le condizioni di successo di una unione monetaria sono le stesse che definiscono l'efficienza economica: la flessibilità dei prezzi e dei salari e la mobilità dei fattori che caratterizzano le migliori economie di mercato. Solo con le riforme che servono per avere più efficienza e crescita economica possiamo trarre ulteriore beneficio dalla nostra partecipazione all'Euro. Non fare quelle riforme e sancire ciò con l'uscita dall'Euro servirebbe solo a rendere irreversibile il nostro declino.

¹ Vedi ad esempio *Osservatorio Monetario*, 1/2005; pp. 1-2.



Spiegare tutto ciò non è difficile; tanto meglio se evitiamo di presentare gli argomenti a favore dell'Euro nella forma più debole, e meno rilevante, che è quella di attribuire alla nuova moneta il merito di averci assicurato bassa inflazione e bassi tassi di interesse. Non c'è infatti nulla nella teoria (e nella storia) delle unioni monetarie che produca questo risultato.

Come è evidente dalla esperienza dei tanti paesi caratterizzati da poca inflazione e bassi tassi di interesse prima dell'euro (pensiamo alla Germania) e comunque anche all'esterno della zona-Euro.

Dieci anni dopo aver deciso di partecipare all'Unione monetaria, vogliamo iniziare a discutere delle riforme necessarie per trarne beneficio? Meglio tardi che mai.

1. ASPETTI DELLA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA

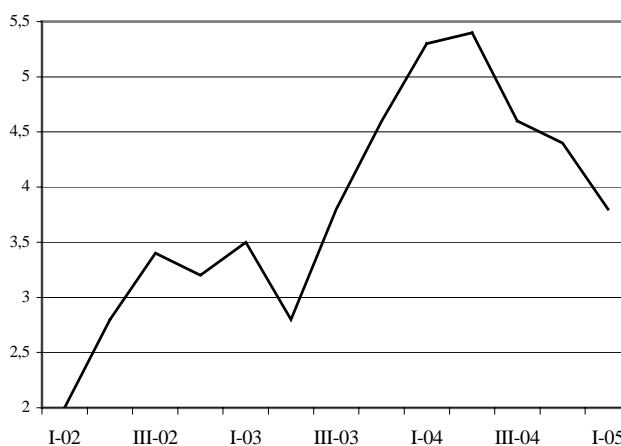
In questi primi mesi del 2005 si è ridotta la dinamica dell'economia mondiale. Negli Stati Uniti la crescita, pur elevata, è in rallentamento mentre l'economia europea sta attraversando una fase di crescita molto modesta. L'Italia, in particolare, è in recessione, nonostante l'aumento dell'occupazione, essenzialmente a causa della perdita di competitività che si riflette negativamente sulle esportazioni. Il rapporto deficit/PIL ha così superato in Italia il limite del 3%. Il prezzo del petrolio viaggia sui 60 dollari a barile e si fa strada la convinzione che si tratti di un fenomeno permanente dovuto alla sostenuta domanda mondiale. L'inflazione è tuttora contenuta, ma più elevata negli USA che in Europa e la Fed continua ad aumentare i suoi tassi. Di recente il dollaro ha riguadagnato qualche posizione nei confronti dell'euro, ma rimangono gli sbilanci commerciali di Stati Uniti e Cina. I tassi d'interesse europei si sono leggermente ridotti e l'aspettativa è ormai che nei prossimi mesi il Repo rimarrà al 2%. Moneta e credito hanno accelerato la loro crescita sia nella zona-Euro che in Italia, dove i tassi bancari rimangono a un livello storicamente basso e, anche per questo, l'accesso delle imprese al mercato dei capitali si è ridotto.

1. Il quadro macroeconomico

Il rallentamento del ciclo mondiale. Prosegue, in questo primo scorcio del 2005, la decelerazione dell'espansione internazionale iniziata nella seconda metà del 2004. Il tasso di variazione percentuale tendenziale del PIL mondiale (calcolato su una cinquantina di paesi che rappresentano il 90% del prodotto del pianeta) viaggia al di sotto del 4% dopo aver toccato un massimo di oltre il 5% nel secondo trimestre

dello scorso anno. In qualche misura si tratta di un ripiegamento fisiologico. Tra la seconda metà del 2003 e la prima metà del 2004, infatti, la crescita del PIL mondiale aveva subito una accelerazione eccezionale (FIG. 1.1). Il tasso di crescita medio annuo del PIL mondiale pertanto dovrebbe ridursi dal 5% del 2004 al 3-4% nel 2005.

FIG. 1.1: La dinamica del PIL mondiale
(tasso di var. % tendenziale)



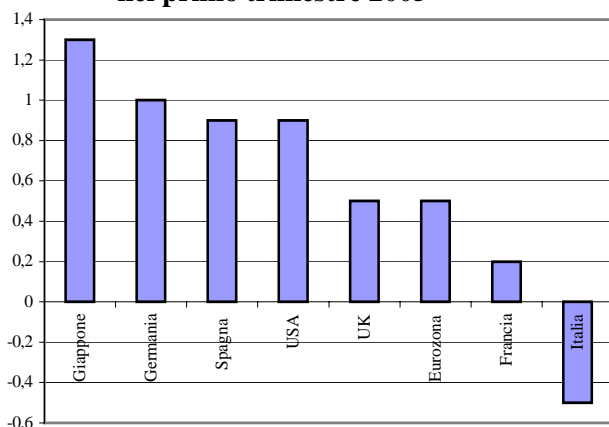
Qualche analista si attendeva un nuovo incremento del tasso di crescita del PIL mondiale nella seconda metà del 2005 ma le *news* più recenti sembrano avvalorare una ulteriore frenata congiunturale.

Il rallentamento è riconducibile in primo luogo all'attenuazione dell'espansione negli USA – il cui tasso di crescita congiunturale annualizzato si è fermato al 3,5% nel primo trimestre 2005 – e alla nuova fase di difficoltà congiunturale dell'economia europea, nell'ambito della quale spicca la recessione italiana: il tasso di crescita congiunturale annualizzato del PIL europeo, infatti, ha sfiorato il 2% nel primo trimestre ma quello italiano è diminuito al tasso (annualizzato) dell'1,8%.

La FIG. 1.2 mostra l'andamento congiunturale nel primo trimestre nei principali paesi industrializzati. La performance negativa dell'Italia in

questo scorcio iniziale del 2005 è quindi unica nel panorama internazionale.

FIG. 1.2: Var. % congiunt. (non annualizzata) del PIL nei principali paesi industrializzati nel primo trimestre 2005

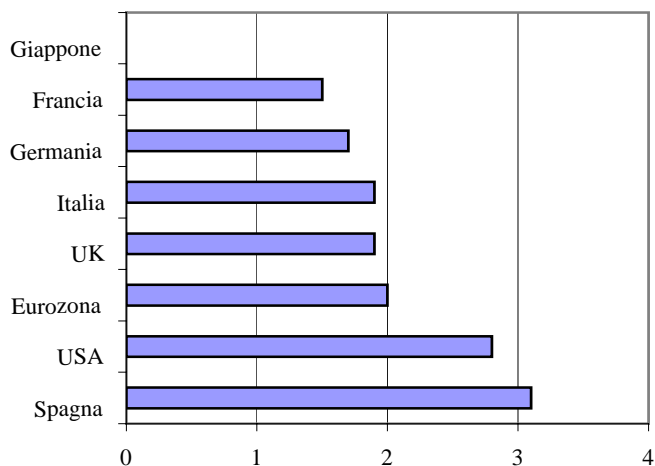


Il denominatore comune a cui si può ricondurre – almeno in parte – il rallentamento congiunturale attuale è la dinamica e il livello del costo delle materie prime: il prezzo di un barile di petrolio ha raggiunto i 60 dollari a barile, con tassi di incremento rispetto allo scorso anno che sfiorano in alcuni casi (ad esempio, il West Texas intermediate) il 50%. L'indice del costo delle materie prime per l'Italia ha subito una flessione momentanea nell'ultimo trimestre dello scorso anno e poi ha ripreso a salire. Attualmente il tasso di variazione tendenziale di tale indice è del 10%. Gli effetti sono negativi per tutte le economie dipendenti dal petrolio, tra le quali in prima fila il Giappone e l'Italia. Ci si interroga sulla natura dell'impennata dei prezzi del petrolio e si fa strada tra gli analisti la convinzione che non si tratti di uno shock temporaneo ma di un cambiamento di regime sul mercato del petrolio, con domanda elevata e crescente che è destinata a superare sistematicamente l'offerta potenziale, il cui prezzo è destinato quindi a salire.

Tuttavia, interpretare il rallentamento dell'espansione internazionale come effetto di uno

shock da offerta globale ci appare eccessivo. I paesi reagiscono in modo diverso allo stesso shock e in molti casi, a cominciare dall'Italia, lo shock da aumento delle materie prime non fa altro che esacerbare difficoltà di origine interna. La dinamica dell'inflazione (misurata sui prezzi al consumo) è tuttora molto contenuta. Si veda a questo proposito la FIG. 1.3. L'inflazione negli USA continua ad essere più alta rispetto a quella europea, che viaggia attorno al 2%. La situazione europea tuttavia è differenziata: mentre l'inflazione in Germania e Francia è inferiore alla media dell'Eurozona, in paesi in fase di crescita più acuta come la Spagna, si registrano tassi di inflazione "americani". L'inflazione in Italia è il linea con quella media dell'Eurozona.

FIG. 1.3: Tassi di var. % dei prezzi al consumo in maggio (aprile per il Giappone)



L'andamento dei tassi di interesse di intervento delle autorità monetarie riflette la dinamica dell'inflazione e pertanto è in fase di graduale incremento in USA, mentre è stazionario nell'Eurozona. Si è verificata una pausa nella tendenza al deprezzamento del dollaro, il cui tasso di cambio rispetto all'euro è passato da 1,36 nella media del dicembre 2004 (il picco più

recente) a 1,23 nella media di maggio 2005, con un apprezzamento del 10% circa. A fine giugno il tasso di cambio sull'euro è sceso a 1,21.

Rimangono irrisolti gli squilibri di fondo di parte corrente. Nel 2004 il surplus commerciale cinese ha superato i 33 miliardi di dollari, dovuti all'avanzo bilaterale verso gli USA. Il deficit commerciale USA rimane elevato (5,5% del PIL).

Espansione sostenuta negli USA. Nel primo trimestre, il tasso di crescita congiunturale annualizzato del PIL statunitense è stato pari al 3,5%, contro una stima iniziale del 3,1%. La congiuntura quindi, è risultata migliore del previsto, anche se il ritmo di crescita rimane inferiore al 3,8% registrato nel quarto trimestre 2004.

L'espansione si rivela sostenuta e sostenibile (vista anche la modestia del tasso di inflazione) ma in fase di attenuazione rispetto al 2004.

La dinamica del commercio estero continua a frenare l'espansione: il contributo della domanda estera netta alla crescita del PIL nel corso del primo trimestre è stato negativo per 0,7 punti percentuali. A fronte di importazioni che aumentano al ritmo di oltre il 9%, l'export è cresciuto del 7,2%. A sostenere il ritmo di crescita quindi ha contribuito la domanda interna: consumi, investimenti e accumulazione di scorte. Il tasso di crescita nel 2004 è stato del 4,4%. Sulla base delle tendenze attuali la previsione di consenso è di un'attenuazione dei ritmi di crescita attorno al 3,5% nel 2005.

La dinamica dei prezzi, come si è detto, è certamente più vivace di quella europea. Inoltre, come sottolineato nel precedente numero di *Osservatorio Monetario*, desta preoccupazione la dinamica dell'inflazione *core*, cioè al netto di alimentari e petrolio, che è spinta verso l'alto da una decelerazione della produttività. In termini tendenziali, l'inflazione al consumo è salita

dall'1,9% del dicembre 2003 al 3,3% del dicembre 2004. In maggio era al 2,8%. L'inflazione *core* tendenziale ha sfiorato il 2% in febbraio. Da allora si è attenuata la sua dinamica.

In questo quadro la Fed persiste nell'incremento graduale dei tassi di intervento. L'ultimo incremento (di 25 punti base), a fine giugno, ha portato il tasso sui Fed Funds al 3,25%. Si tratta del nono incremento consecutivo in 11 mesi. Attualmente il tasso di intervento negli USA è più alto di 1,25 punti percentuali rispetto all'Eurozona.

In altri termini, negli USA è in atto un duplice shock da offerta (da aumento del prezzo delle materie prime e da decelerazione della produttività) cui le autorità stanno rispondendo con una stretta sui tassi, peraltro molto graduale.

Eurozona ancora in difficoltà. L'Eurozona nel suo complesso soffre di una rinnovata sindrome da congiuntura debole, pur in un quadro variegato di blocchi di paesi che crescono a velocità diverse. Nel primo trimestre 2005 il tasso congiunturale è risalito allo 0,5% contro lo 0,2% dell'ultimo trimestre 2004.

Il dato del quarto trimestre 2004 era dovuto al calo contemporaneo del PIL in Germania, Italia e Olanda che aveva più che compensato le buone performance di Francia e Spagna (cresciute dello 0,8%). Un andamento così fiacco della congiuntura non si manifestava dalla metà del 2003. Nel primo trimestre del 2005, Italia e Olanda hanno continuato a registrare tassi di variazione percentuali del PIL negativi, ma la performance tedesca ha cambiato segno, permettendo al tasso medio dell'Eurozona di risollevarsi lievemente.

In questo quadro si inserisce anche la bocciatura del Trattato costituzionale europeo in Francia e Olanda, che ha aperto una vera e propria crisi

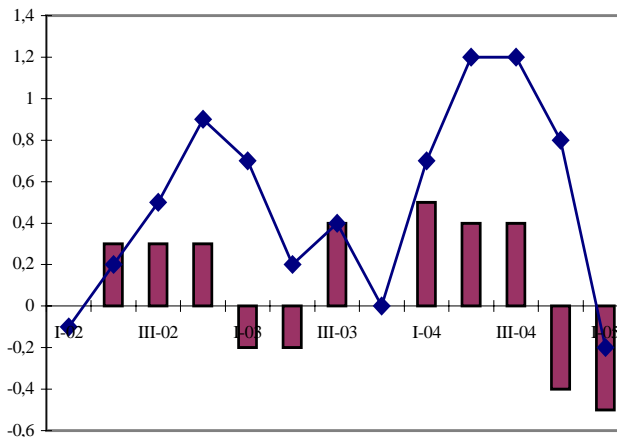
politica dell'integrazione europea. La crisi politica, a sua volta, rimanda alle difficoltà dell'Europa economica, perché alla mancata realizzazione delle "promesse" che l'europesismo ha fatto ai cittadini europei in termini di crescita sana ed equilibrata è riconducibile almeno in parte (e forse in larga parte) l'insuccesso dell'Europa politica.

1.1 Il "malessere" italiano

L'Italia è "tecnicamente" in recessione: tra la fine del 2004 e l'inizio del 2005, infatti, si sono registrate due contrazioni consecutive del PIL (su base trimestrale). Secondo la metodologia del *National Bureau of Economic Research*, due variazioni negative del PIL trimestrale configurano la definizione tecnica, appunto, di recessione.

Il calo del PIL registrato nel primo trimestre 2005, pari a -0,5% (in termini congiunturali), è il più ampio dal quarto trimestre 1998 e fa seguito alla contrazione, pari a -0,4% (sempre in termini congiunturali), registrata nel quarto trimestre 2004. Non è la prima volta che si verificano due cali consecutivi del PIL, anche se si guarda a un orizzonte temporale di breve periodo. E' già successo, ad esempio, nella prima metà del 2003. L'andamento del tasso di variazione tendenziale segnala anch'esso una diminuzione del ritmo di crescita nella seconda metà del 2004 ma diventa negativo solo nel primo trimestre 2005 (FIG. 1.4). Naturalmente, se si registrasse un segno positivo del tasso di variazione congiunturale del PIL nel secondo trimestre dell'anno in corso, saremmo già fuori dalla recessione tecnica. Inoltre, come già successo nel 2003, la recessione registrata a livello infra-annuale potrebbe scomparire dai radar degli analisti in sede di consuntivo annuale, se fosse compensata dagli eventuali andamenti positivi degli altri trimestri.

FIG. 1.4: La dinamica del PIL in Italia
(tassi di var. %)



Note: Tassi congiunturali in istogramma e tassi tendenziali nella linea spezzata.

Le prime indicazioni sulla produzione industriale, ordini e fatturato relative al secondo trimestre sono però sconcertanti. Per quanto riguarda la produzione industriale in aprile è diminuita dell'1,9% tendenziale e l'ISAE prevede contrazioni della produzione industriale in maggio e giugno. Tutto lascia presagire quindi la comparsa del segno "meno" davanti alla variazione del PIL anche nel secondo trimestre 2005.

Allontanando un poco lo sguardo dal brevissimo periodo, comunque, occorre riconoscere il problema di fondo, economico e non statistico, ossia la *stagnazione italiana* su un arco temporale di medio periodo (a partire dal 2001) sia in prospettiva storica – ossia rispetto ad altre fasi dello sviluppo economico post-bellico in Italia – sia rispetto agli altri paesi industrializzati, come mostra la TAB. 1.1.

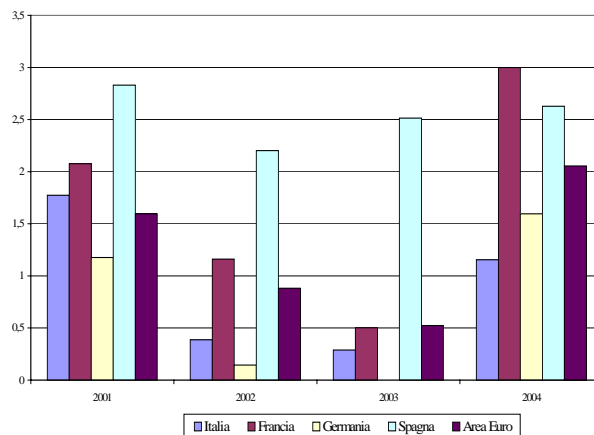
TAB. 1.1: Tassi di crescita medi annui del PIL

(valori %)	51-72	73-82	83-92	93-02	03-04
Italia	5,3	3,2	2,3	1,6	0,7
UE	4,8	2,3	2,4	2,1	1,3
USA	3,9	2,4	3,4	3,2	1,8

Nell'arco di mezzo secolo il ritmo di crescita del PIL italiano è andato scemando progressivamente: il tasso di crescita italiano nei primi anni del nuovo millennio è pari a meno di un settimo del tasso di crescita della *Golden Age* post-bellica (prima del primo shock petrolifero). Il PIL italiano è aumentato a tassi superiori o uguali a quelli europei fino all'inizio degli anni novanta; nel decennio successivo la forbice si è invertita e il ritmo di crescita italiano è risultato sistematicamente inferiore a quello europeo. Nel confronto con gli USA, la forbice si è invertita già a partire dall'inizio degli anni ottanta.

Esiste, è vero, un problema di crescita debole a livello europeo, sul quale ci siamo già soffermati a lungo nel numero precedente di *Osservatorio Monetario*. Nel 2004 e presumibilmente anche nel 2005, tuttavia, l'Italia occupa la posizione di coda anche in Europa, come mostra la FIG. 1.5. Negli anni 2001-2004, la Germania ha registrato tassi di crescita sistematicamente inferiori a quelli dell'Area Euro, mentre la Spagna ha fatto esattamente il contrario. L'Italia ha una performance simile a quella tedesca, avendo registrato una crescita superiore a quella europea solo nel 2001. La Francia, viceversa, ha una performance simile a quella spagnola, avendo registrato una crescita lievemente inferiore a quella europea solo nel 2003. *The Economist* ha catturato efficacemente questa sensazione di disagio macroeconomico dedicando in maggio una copertina all'Italia nella veste di "*real sick man of Europe*".

FIG. 1.5: Tassi di crescita medi annui del PIL in Europa, 2001-2004



E' interessante e significativo un breve esame della cosiddetta "congiuntura delle previsioni" relative al 2005. Nel corso degli ultimi mesi abbiamo assistito ad una continua revisione al ribasso dei tassi di crescita previsti per il 2005. Il tasso di crescita previsto dal governo, già ridotto in primavera dal 2,4 all'1,2%, è destinato ad essere dimezzato nuovamente, a seguito del dato del primo trimestre – secondo le dichiarazioni di Siniscalco – rimanendo comunque in zona positiva. REF, che prevedeva già un tasso di incremento pari allo 0,5%, ha rivisto al ribasso la previsione portandola a zero. L'OCSE invece prevede una recessione per il 2005 (-0,6%). Il quadro delineato dall'OCSE per il 2005 è racchiuso nella TAB. 1.2.

TAB. 1.2: Previsioni OCSE per il 2005

(valori %)	PIL	Inflaz.	Def/PIL	Disocc.
USA	3,6	2,4	4,1	5,1
Giappone	1,5	-0,9	6,0	4,4
Eurozona	1,2	1,5	1,8	9,0
Italia	-0,6	2,0	4,4	8,4

Se la previsione venisse confermata, saremmo in presenza della terza recessione – intesa come variazione percentuale media annua negativa – nel corso del dopoguerra: 1975, 1993, 2005. Se si tiene conto dei dati trimestrali le recessioni diventano quattro. Alle tre precedenti va aggiunto l'episodio recessivo del 1982 che non si rivela come tale nel calcolo delle variazioni percentuali medie annue.

Delle quattro recessioni del dopoguerra, tre avvengono in corrispondenza di forti incrementi del livello dei prezzi delle materie prime. La recessione del 1975 segue al primo shock petrolifero del 1973, quella del 1982 al secondo shock petrolifero del 1979-80 e alla recessione negli USA del 1979-82; quella del 2005 al (terzo?) shock petrolifero del 2003-2004. La recessione del 1993 è invece riconducibile all'impatto contrattivo della grande manovra di riequilibrio fiscale realizzata dal governo Amato.

Tutta colpa del petrolio dunque? Ovviamente no, perché quello petrolifero è uno shock simmetrico, che colpisce tutti i paesi importatori di petrolio dell'Europa continentale mentre la recessione italiana, come si è detto, è unica nel panorama europeo. Inoltre, le condizioni della congiuntura internazionale in corrispondenza delle recessioni del 1975, 1982 e anche del 1993 erano molto difficili e furono esacerbate da politiche economiche pro-cicliche. La recessione italiana del 2005, invece, se confermata dai dati, avviene in un panorama internazionale ancora favorevole, con un commercio mondiale che cresce ancora del 7% dopo aver toccato ritmi del 9% nel 2004.

La diagnosi del malessere italiano è nota e l'analisi del dato del primo trimestre 2005 non fa che confermarla. Disaggregando il PIL per componenti di spesa, infatti, emerge chiaramente che la performance del primo trimestre è dovuta al contributo negativo

proveniente dalla domanda estera netta e dagli investimenti, non compensato dalla dinamica, pur positiva, dei consumi. Le esportazioni sono infatti diminuite nel primo trimestre 2005 del 4,1%, a fronte di una contrazione delle importazioni del 2,4%. La bilancia commerciale ha registrato un deficit di 4,5 miliardi di euro, un record negativo che non si verificava dal 1991. Gli investimenti fissi lordi sono diminuiti anch'essi (dello 0,6%), mentre i consumi sono aumentati dello 0,2 per cento.

Anche la contrazione del PIL nel quarto trimestre del 2004, pari a -0,4%, è riconducibile essenzialmente all'andamento negativo della domanda estera netta e degli investimenti. In quel periodo, infatti, le esportazioni si erano ridotte del 4,7% mentre le importazioni erano rimaste praticamente invariate. A compensare in parte l'impatto negativo delle esportazioni nette era stata la dinamica delle scorte. Il contributo degli investimenti era stato infatti negativo sia nel terzo che nel quarto trimestre 2004. L'accumulazione di scorte nel quarto trimestre del 2004 (che potrebbe essere involontaria) e la stagnazione o la contrazione delle importazioni nel quarto trimestre 2004 e nel primo trimestre 2005 potrebbero essere interpretate, peraltro, come segnali di debolezza della domanda finale interna.

Il malessere italiano degli anni 2000 è quindi riconducibile al contributo negativo delle esportazioni nette alla crescita del PIL, che si accompagna a un contributo positivo modestissimo della domanda interna. La domanda estera netta dunque gioca un ruolo di freno dell'espansione, non di acceleratore come era successo in precedenti episodi congiunturali¹ e, in

¹ Ad esempio, come evidenziato da indagini dell'epoca, la recessione del 1993 sarebbe stata molto più profonda se l'export netto non avesse compensato il contributo negativo alla crescita proveniente dalla domanda interna.

prospettiva storica, nel periodo d'oro dello sviluppo post-bellico.

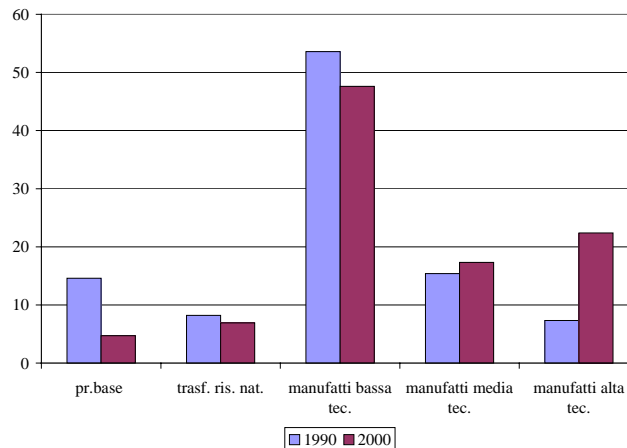
Questa caratterizzazione della domanda estera netta ci distingue dal secondo grande malato d'Europa, ossia la Germania, paese nel quale a fronte di un contributo molto modesto della domanda interna, la domanda estera netta dà un contributo positivo. In Francia e Spagna, viceversa, le performance dell'export netto non sono brillanti ma la domanda interna fa da volano alla espansione.

La ridotta capacità di esportare dell'industria italiana si inferisce in modo lampante dal fatto che l'export italiano ha perso terreno anche in un anno come il 2004 di eccezionale crescita del commercio mondiale. Il commercio mondiale è cresciuto infatti di oltre il 9%, mentre le esportazioni italiane solo del 3,2%. Ci siamo soffermati su questi aspetti del declino italiano nel precedente numero di *Osservatorio Monetario*. Richiamiamo qui i fattori che sono stati quasi unanimemente riconosciuti come determinanti della crisi del nostro export:

- il modello di specializzazione internazionale basato su prodotti *labour intensive* e a medio-basso contenuto tecnologico e perciò più esposti alla concorrenza dei paesi emergenti (le importazioni dalla Cina sono aumentate nel 2000-2004 del 70%);
- la bassissima dimensione media dell'industria italiana che rende difficile la realizzazione di ricerca e sviluppo e di innovazioni;
- l'apprezzamento dell'euro;
- la dinamica più sostenuta, rispetto ai partner europei come Francia e Germania, del costo del lavoro per unità di prodotto.

Di questi quattro fattori, i primi due sono di natura eminentemente strutturale e quindi emendabili solo nel lungo periodo, gli ultimi due risentono delle oscillazioni di breve periodo delle variabili coinvolte.

FIG. 1.6: Quote di diversi tipi di prodotti sull'export cinese 1990-2000



L'eliminazione delle tariffe sui prodotti tessili il 1° gennaio del 2005 ha prodotto un boom delle importazioni europee dalla Cina a cui l'UE ha fatto fronte – per iniziativa del commissario del commercio con i paesi terzi Peter Mandelson – proponendo un contingentamento. L'accordo successivamente raggiunto con la Cina sul tessile limita nel breve periodo l'afflusso di prodotti cinesi sul mercato europeo ma non modifica il quadro di lungo periodo, caratterizzato dal deficit di competitività delle imprese italiane (e non solo italiane). Vale la pena infatti di evidenziare un dato molto significativo: la struttura dell'export cinese per tipologia di beni è cambiata radicalmente nel giro di pochi anni, come evidenziato dalla FIG. 1.6. In particolare la quota dei manufatti ad alta tecnologia sull'export cinese è salita in 10 anni (1990-2000) dal 7 al 22%. Se il modello di specializzazione italiano è palesemente inadeguato alla competizione internazionale, è lecito attendersi che nel giro di qualche anno anche il modello di specializzazione tedesco mostri qualche segno di stanchezza.

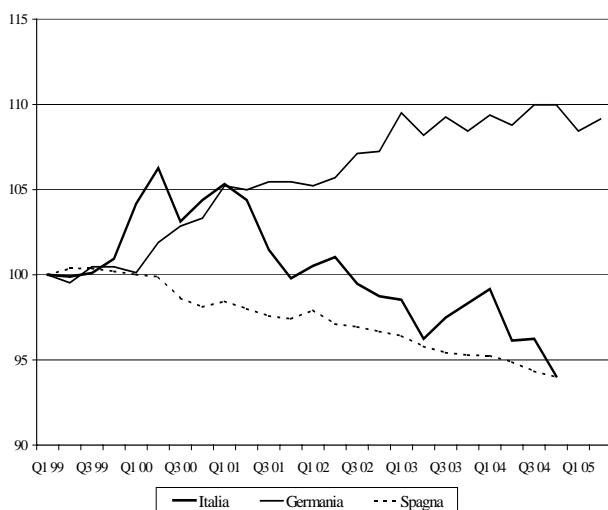
Per quanto riguarda il terzo e il quarto fattore, occorre sottolineare, come già anticipato, che la tendenza di medio periodo all'apprezzamento

dell'euro si è arrestata nel corso del 2005. Se la tendenza in atto dovesse proseguire, il nostro commercio estero ne beneficerebbe.

Resta invece qualche preoccupazione la dinamica relativa del costo del lavoro per unità di prodotto. Nel quadriennio 2002-04 la competitività delle merci italiane misurata dal tasso di cambio reale calcolato sul costo del lavoro per unità di prodotto, è peggiorata, secondo l'OCSE, del 25% mentre in Francia e Germania è peggiorata nello stesso periodo del 10%.

La dinamica accentuata – relativamente ai *partner* commerciali – del costo del lavoro per unità di prodotto è riconducibile, a sua volta, più che alla dinamica del costo del lavoro, alla fiacchezza della produttività.

FIG. 1.7: Produttività in Italia, Germania e Spagna



Nella FIG. 1.7 si riporta l'andamento della produttività in Italia, Germania e Spagna. Si nota chiaramente l'apertura di una forbice tra Italia, la cui produttività è in fase di ripiegamento, e Germania, che gode invece di un rilevante incremento di produttività. E' interessante notare che anche in un paese come la Spagna, il cui tasso di crescita attuale è più che soddisfacente, la dinamica della produttività

è deludente. Anche per la Spagna quindi, sotto questo profilo, si manifesta un deficit di competitività. L'espansione iberica gode del sostegno della domanda interna che risulta invece in fase di ripiegamento in Italia.

Il declino della produttività in Italia è l'effetto aritmetico della stagnazione dell'attività produttiva e della dinamica piuttosto vivace dell'occupazione. Il tasso di disoccupazione italiano infatti ha subito un ridimensionamento non indifferente negli ultimi anni. Il tasso di disoccupazione, in altri termini, si è rivelato pro-ciclico (nel senso che si è ridotto in fase di recessione) in Italia, mentre continua ad essere anti-ciclico nelle economie dei nostri *partner* commerciali (vedi TAB. 1.3).

Nella dinamica corrente del tasso di disoccupazione si vedono probabilmente gli effetti dei provvedimenti di liberalizzazione del mercato del lavoro (e anche della contrattualistica) iniziata col pacchetto Treu e proseguita con la cosiddetta legge Biagi. Possono aver influito anche fenomeni di emersione di lavoro sommerso. Ma al di là di questo si possono intravedere dinamiche molto differenziate per settori. Ad esempio, cresce l'occupazione nel settore delle costruzioni, che è in pieno boom, e in agricoltura, meno nell'industria.

Alla tendenza non favorevole della domanda estera netta si sovrappone anche una tendenza stagnante della domanda interna. I consumi crescono poco e comunque meno del reddito disponibile. La propensione al consumo scende.

TAB. 1.3: Tassi di disoccupazione

(valori %)	2002	2003	2004	2005
Italia	8,6	8,4	8,1	8,0
Germania	9,8	10,5	10,6	11,4
Francia	9,1	9,8	10,0	9,9
UK	3,1	3,0	2,8	2,7
USA	5,8	6,0	5,5	5,2

Fonte: stime REF per il 2005.

Gli investimenti non decollano nonostante la dinamica positiva dei profitti e l'abbondanza di liquidità. La capacità produttiva è sottoutilizzata. Rimangono sostenuti solo gli investimenti in immobili.

Il quadro si presenta quindi sconfortante e non si intravedono spiragli di luce per il prossimo futuro. Nella TAB. 1.4 si riportano la storia recente e le previsioni OCSE per l'Italia.

TAB. 1.4: Storia recente e previsioni OCSE per l'Italia

(valori %)	2002	2003	2004	2005
Cons. privati	0,4	1,4	1,0	0,7
Cons. pubbl.	1,9	2,3	0,6	0,2
Investimenti	1,3	-1,8	1,9	-1,6
- macchinari	-0,1	-4,4	1,1	-3,1
- costruzioni	3,3	1,7	3,0	0,4
Domanda int.	1,3	1,3	0,8	0,2
Export	-3,2	-1,9	3,2	0,0
Import	-0,5	1,3	2,5	2,8
PIL	0,4	0,4	1,0	-0,6

In questo quadro, si è verificato un deterioramento progressivo delle condizioni della finanza pubblica: il rapporto deficit/PIL rivisto e certificato da Eurostat è stato pari al 3,2% – e quindi superiore alla soglia di Maastricht – sia nel 2003 che nel 2004. La commissione UE stima il rapporto deficit/PIL al 3,6% per il 2005 – impiegando nelle previsioni però ancora una crescita del PIL all'1,2%. Vale la pena ricordare che nel consiglio Ecofin di primavera l'Italia aveva stabilito un obiettivo del 2,7%. Infine la previsione per il 2006 è del 4,6%. L'OCSE è ancor più pessimista, prevedendo 4,4% nel 2005 e 5,1% nel 2006.

A inizio giugno la commissione UE ha avviato la procedura per deficit eccessivo nei confronti dell'Italia (la decisione finale spetta all'Ecofin di luglio). Il nuovo e più morbido Patto di Stabilità e crescita consente ad un paese colpito dalla procedura di negoziare il rientro su un orizzonte temporale meno stringente che in passato. La

Commissione ha concesso un biennio (ossia fino alla fine del 2007) per il rientro.

Il saldo primario, che aveva toccato 5 punti percentuali di PIL all'epoca dell'ingresso nell'UME, si è ridotto al 2,1% nel 2003 e all'1,8% nel 2004. Delle peggiorate condizioni di finanza pubblica si vede qualche segno anche sul mercato: lo *spread* tra i titoli di stato italiani e tedeschi è risalito fino a oltre 20 punti base.

2. Tassi e aggregati in Europa

Il tasso d'interesse minimo sulle operazioni di rifinanziamento principali (Repo) è rimasto fermo al 2% fissato nel giugno del 2003. E' inoltre da diversi mesi che il messaggio delle conferenze stampa mensili del Presidente si ripete sempre uguale, anche se ultimamente è menzionata la presenza di rischi per la crescita di breve periodo.

Il giudizio della BCE sull'attuale situazione economica può essere sintetizzato in questi punti (si veda la Conferenza Stampa di giugno):

- nella zona-Euro le pressioni inflazionistiche di medio periodo sono contenute;
- il livello eccezionalmente basso dei tassi d'interesse su tutte le scadenze sostiene la crescita economica, al momento modesta;
- permangono rischi *verso l'alto* per la stabilità dei prezzi che obbligano la Banca Centrale a rimanere sempre vigile. Questi rischi sono legati agli andamenti futuri dei prezzi del petrolio, delle imposte dirette e dei prezzi amministrati. Occorre anche evitare che gli aumenti passati dei prezzi vengano incorporati nei nuovi contratti salariali e nei meccanismi di fissazione dei nuovi prezzi;
- la crescita economica dovrebbe salire gradualmente nel prossimo anno. Nel contempo, però, i dati più recenti mostrano una forte incertezza riguardo l'evoluzione della domanda interna di breve periodo. Il persistere di alti prezzi del petrolio e di squilibri globali può però mettere

in forse le attuali prospettive di crescita economica (presenza di rischi *verso il basso*);

- la moneta (soprattutto la M1) e il credito (in particolare i mutui edilizi) continuano a crescere a un ritmo molto elevato, anche per i bassi tassi d'interesse. Di conseguenza la liquidità del sistema (M3) è molto sostenuta, con possibili conseguenze per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

TAB. 1.5: Le “proiezioni” della BCE su inflazione e crescita del PIL

	Data previs.	2004	2005	2006
Inflazione	Giu.04	2,1 ± 0,2	1,7 ± 0,6	-
	Set.04	2,2 ± 0,1	1,8 ± 0,5	-
	Dic.04	2,2 ± 0,1	2,0 ± 0,5	1,6 ± 0,6
	Mar.05	2,1	1,9 ± 0,3	1,6 ± 0,6
	Giu.05	2,1	2,0 ± 0,2	1,5 ± 0,6
	PIL	Giu.04	1,7 ± 0,3	2,2 ± 0,5
Set.04		1,9 ± 0,3	2,3 ± 0,5	-
Dic.04		1,8 ± 0,2	1,9 ± 0,5	2,2 ± 0,5
Mar.05		1,8	1,6 ± 0,4	2,1 ± 0,5
Giu.05		1,8	1,4 ± 0,3	2,0 ± 0,5

Fonte: BCE, *Bollettino mensile*, vari numeri.

Le ultime “proiezioni” degli esperti della BCE (si veda il Bollettino mensile di giugno) indicano un peggioramento delle prospettive di crescita (TAB. 1.5): la stima della crescita del PIL è stata infatti rivista al ribasso di mezzo punto per il 2005 e di 0,2 punti per il 2006. La previsione dell'inflazione per il 2006 è stata leggermente abbassata e continua a rimanere compatibile con la definizione della BCE di stabilità dei prezzi (inflazione minore ma vicina al 2% nel medio periodo).

Queste proiezioni, che la BCE calcola nell'ipotesi di Repo costante, sono allineate alle previsioni di altre istituzioni (TAB. 1.6). Dato che queste tengono conto degli interventi di politica monetaria, l'uniformità delle previsioni suggerisce che nel 2006 l'obiettivo potrebbe essere perseguito anche senza modifiche del tasso ufficiale.

Per il 2005 l'obiettivo inflazionistico sembra già sostanzialmente conseguito (la fascia della previsione va dall'1,8% al 2,0%), grazie anche agli interventi decisi nel passato che impiegano tempi lunghi prima di diventare pienamente efficaci.

TAB. 1.6: Le previsioni macroeconomiche per l'Eurozona (varie fonti)

Fonte	Data Previs.	PIL reale		Inflazione	
		2005	2006	2005	2006
BCE (media)	Giu.05	1,1-1,7	1,5-2,5	1,8-2,2	0,9-2,1
	Giu.05	1,4	2,0	2,0	1,5
OCSE	Mag.05	1,2	2,0	1,8	1,3
CEF	Mag.05	1,5	1,9	1,8	1,7
FMI	Apr.05	1,6	2,3	1,9	1,7
CE	Apr.05	1,6	2,1	1,9	1,5
EZB	Apr.05	1,6	1,9	1,9	1,7
SPF	Apr.05	1,6	2,0	1,9	1,8

Nota: CE: Commissione Europea; CEF: Consensus Economics Forecasts; SPF: Survey of Professional Forecasters; EZB: Euro Zone Barometer. Fonte: BCE, *Bollettino mensile*, vari numeri.

L'insieme dei principali indicatori economici (TAB. 1.7) segnala un progressivo peggioramento del settore reale (specialmente nel 2005: si vedano i dati su PIL, produzione industriale e indice del clima economico). Gli indicatori inflazionistici, invece, continuano a essere compatibili con la stabilità dei prezzi. Il cambio dollaro/euro, che era cresciuto all'inizio di quest'anno, già prima del risultato negativo del referendum francese sulla costituzione europea, si è progressivamente ridotto portandosi a un valore vicino a quello del settembre 2004.

Ne deriva che gli attuali valori degli indicatori – come anche le previsioni degli enti di ricerca e degli esperti della BCE e le stesse dichiarazioni della Banca Centrale Europea – sembrano suggerire che sia ormai diventato improbabile un aumento dei tassi ufficiali. Nella mente di taluni operatori si sta anzi facendo strada l'ipotesi che la prossima mossa della BCE potrebbe essere un taglio del Repo.

TAB. 1.7: I principali indicatori economici

Indicatori	Sett. 2004	Feb. 2005	Giù. 2005
Repo	2,0	2,0	2,0
Inflazione	2,3	1,9	2,0
Repo – inflazione	-0,3	0,1	0,0
Δ% pr. beni ind. (non energ.)	0,7	0,8	0,3
cambio \$/€	1,23	1,30	1,23
Prezzo petrolio (in euro)	34,1	33,6	39,4
Δ% prod. industriale destag.	2,8	0,2	-0,1
Δ% prod.manifatturiera	3,4	-0,3	-0,5
Δ% PIL	2,0	1,8	1,3
Indice clima economico	100,1	98,8	96,1
SPF prev. inflaz.: tra 1 anno	1,8	1,7	1,8
SPF prev. inflaz.: tra 2 anni	1,9	1,8	1,8
SPF aspett. PIL: tra 1 anno	2,1	1,9	1,8
SPF aspett. PIL: tra 2 anni	2,3	2,2	2,0

Fonte: BCE, Survey of Professional Forecasters (SPF), e nostre elaborazioni. Nota: i dati riportati nella tabella si riferiscono agli ultimi valori *disponibili* al momento della riunione del Consiglio Direttivo relativo ai mesi indicati.

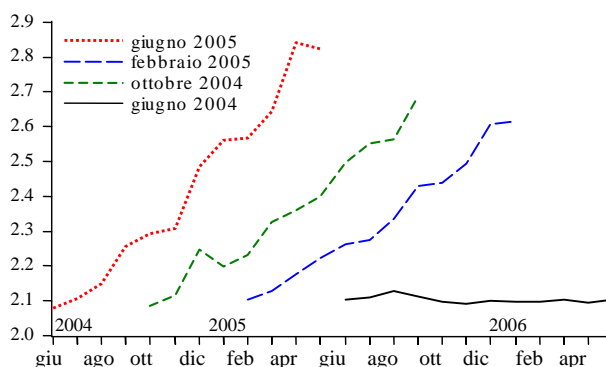
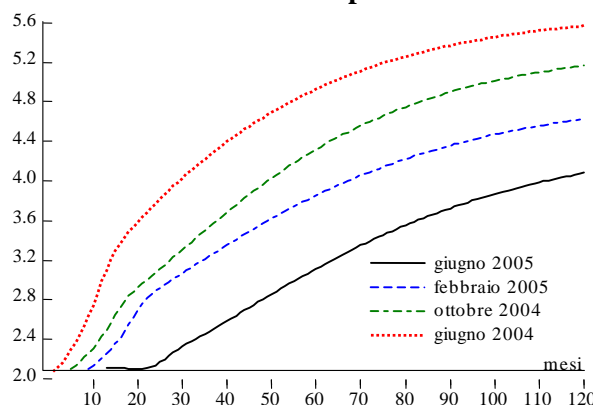
Le aspettative del mercato.

La curva dei tassi impliciti, che è un importante indicatore delle aspettative del mercato sull'andamento futuro dei tassi a breve, si è significativamente modificata negli ultimi mesi (FIG. 1.8). Il tratto a breve della curva, da crescente che era, è diventato completamente piatto, mentre quello a lunga si è ulteriormente abbassato.

L'andamento perfettamente orizzontale della parte a breve della curva segnala che il mercato è ormai convinto che il momento dell'aumento dei tassi, di cui fino a qualche mese fa si continuava a parlare, si sia ormai allontanato. L'evoluzione giornaliera delle aspettative a breve è riportata nella FIG. 1.9. Il grafico riporta l'andamento dell'Euribor mensile e delle sue aspettative a 2-3 e 5-6 mesi (date dai tassi impliciti meno una stima del premio di liquidità). La svolta, ben visibile nel caso delle aspettative a 5-6 mesi, è avvenuta ad aprile. Non solo da allora le attese di un rialzo dei tassi si sono annullate, ma dai valori del grafico sembrerebbe che il mercato consideri ora possibile, anche se la probabilità non è molto alta, una riduzione dell'Euribor a 1 mese e, di

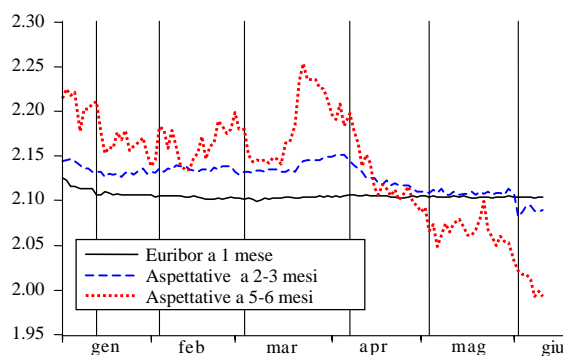
conseguenza, del Repo, col quale questo tasso si muove in sintonia.

FIG. 1.8: Tassi impliciti mensili



Fonte: *Il Sole 24Ore*, diversi numeri, e nostre elaborazioni.

FIG. 1.9: L'evoluzione delle aspettative sull'andamento dell'Euribor a 1 mese



Fonte: Treasury Management Data Base e nostre elaborazioni; le linee verticali corrispondono ai giorni delle riunioni del Consiglio Direttivo).

Le stesse considerazioni possono essere tratte dai prezzi dei *futures* sull'Euribor che, una volta



trasformati in rendimenti, danno dei valori molto vicini a quelli dei corrispondenti tassi impliciti.

Questo mutamento nelle aspettative del mercato si riscontra anche nelle domande rivolte al Presidente della BCE nelle sue ultime conferenze stampa. Benché nell'*Introductory Statement* non risulti nulla che faccia pensare che la BCE abbia l'intenzione di ridurre il Repo, varie domande (sezione "Questions and Answers" delle conferenze) hanno riguardato proprio quest'eventualità. E' possibile che quest'ipotesi abbia preso piede tra gli operatori sia per i dati non soddisfacenti della crescita nella zona-Euro sia per le affermazioni di alcuni autorevoli personaggi (per es. Rato, Managing Director del Fondo Monetario) che hanno auspicato una riduzione dei tassi ufficiali da parte della BCE.

Contro l'ipotesi di una riduzione dei tassi c'è però l'affermazione del Consiglio direttivo che "il livello dei tassi d'interesse è già eccezionalmente basso per tutte le scadenze". A questo si possono aggiungere le risposte che Trichet ha dato alle domande sull'argomento. Ad aprile e maggio il Presidente ha decisamente smentito ogni illazione in proposito, sostenendo che una simile ipotesi non era nemmeno stata discussa nelle riunioni del Consiglio Direttivo. A giugno le risposte di Trichet sono state un po' meno esplicite, ma comunque il Presidente, rispondendo alla domanda se il taglio del Repo fosse stato discusso dal Consiglio, ha risposto che "la discussione è stata profonda, ma è stato unanimemente ritenuto che gli attuali tassi siano già appropriati" ("we had a very thorough discussion, a unanimous discussion. We unanimously think that the present interest rates are appropriate").

Sembrerebbe, quindi, che, a meno di eventi eccezionali, questa riduzione non ci sarà, e, se

proprio ci dovesse essere, sarebbe comunque lontana.

Trichet ha infatti aggiunto che "se dovessimo ridurre i tassi ufficiali peggioreremmo la situazione finanziaria, dal punto di vista della crescita e della creazione di posti di lavoro, invece di migliorarla. E questo sentimento è fortemente condiviso dal Consiglio Direttivo." "Per quanto dipende da noi, faremo tutto il necessario per assicurare la stabilità dei prezzi. Il fatto che, grazie alla nostra politica monetaria, abbiamo saldamente ancorato le aspettative inflazionistiche, ha portato a una curva dei tassi per scadenza eccezionalmente favorevole, il che è molto utile nelle attuali circostanze".

Piuttosto deciso è anche il commento del Presidente su coloro che auspicano, o prevedono, una riduzione del Repo: "I partecipanti al mercato sono partecipanti al mercato, che rispetto pienamente, ed è perfettamente normale che non tutti abbiano le stesse opinioni." "Non voglio suggerire che queste istituzioni e questi individui non sappiano fare il loro lavoro. Anche noi però abbiamo il nostro lavoro: siamo noi, infatti, e nessun altro, ad avere la responsabilità di guardiani della moneta". In effetti non è con un taglio del Repo di 0,25-0,50 punti, che si salva l'economia europea (Giappone *docet!*!), i cui problemi sono in buona parte strutturali. Già adesso i bassi tassi d'interesse sembrano stimolare soprattutto la crescita delle attività liquide e i mutui per l'acquisto di abitazioni più che la domanda di beni industriali.

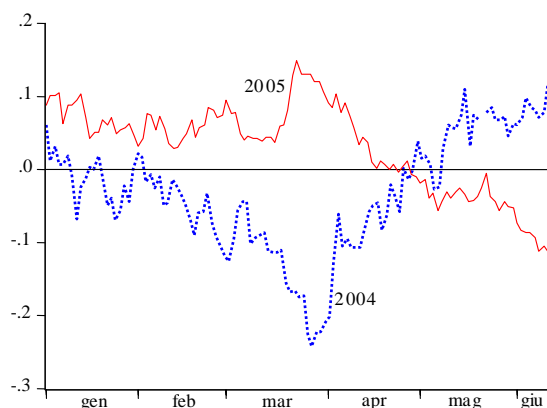
In ogni caso, forse grazie anche alle ferme dichiarazioni della BCE,² l'aspettativa di riduzione dei tassi è più moderata che nell'aprile

² A questo proposito si vedano i due recenti CEP Discussion Papers di Rosa C. e Verga G.: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=621641 o <http://cep.lse.ac.uk/pubs/download/dp0682.pdf> e <http://cep.lse.ac.uk/pubs/download/dp0694.pdf>

dello scorso anno (FIG. 1.10) quando si era diffusa la convinzione, poi smentita dai fatti e non solo dalle dichiarazioni ufficiali, che un taglio del Repo non fosse lontano.

Del resto il recente indebolimento dell'euro ha il duplice effetto di dare qualche respiro alle esportazioni europee e di rendere più difficile un'ulteriore discesa dell'inflazione, con la conseguenza che una manovra espansiva da parte della BCE è resa meno probabile.

FIG. 1.10: Le aspettative di variazione dell'Euribor mensile nel 2004 e nel 2005



Fonte: Treasury Management Data Base e nostre elaborazioni.

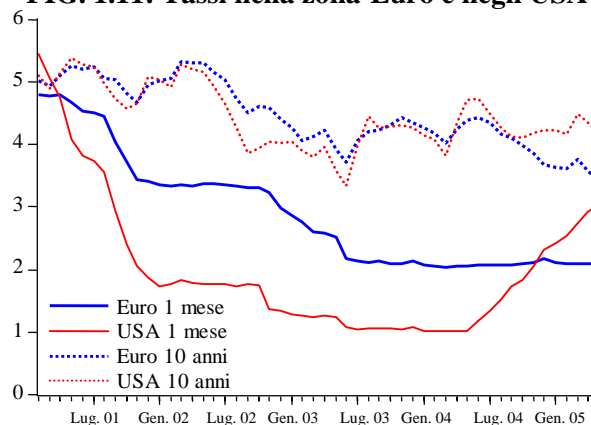
I tassi di mercato Europa-USA.

Negli ultimi mesi i deludenti indicatori macroeconomici della zona-Euro, associati all'assenza di preoccupazioni sul fronte inflazionistico, hanno alimentato i flussi in denaro verso il comparto obbligazionario. In giugno i titoli governativi – con particolare riferimento al *benchmark* decennale tedesco – hanno così registrato nuovi minimi storici in termini di rendimento, e solo di recente vi è stato un aumento marginale che ha portato il rendimento sopra il 3,10%.

I tassi americani, sia a breve che a lunga, sono attualmente di quasi un punto percentuale superiori ai corrispondenti rendimenti della zona-Euro (FIG. 1.11).

In particolare, i tassi a breve americani hanno risentito delle manovre restrittive della Fed, che in circa un anno ha gradualmente aumentato i tassi d'intervento dall'1% al 3,25%³.

FIG. 1.11: Tassi nella zona-Euro e negli USA



Fonte: BCE e FED.

I tassi a 10 anni USA, dopo le flessioni del 2004, sono saliti fino al 4,50% a marzo 2005, riducendosi nei due mesi successivi (4,14 a maggio). I rendimenti decennali europei hanno seguito le stesse oscillazioni dei decennali americani, ma sono più bassi di circa 0,80 punti: negli ultimi mesi il differenziale, che era in aumento dal settembre 2004, è rimasto comunque immutato. Questa differenza nel livello dei tassi a lunga americani ed europei, che si riscontra anche nella parte lunga dei tassi impliciti delle due aree, secondo la BCE sarebbe in buona parte riconducibile alle aspettative inflazionistiche di medio-lungo periodo, più moderate in Europa (1,9% secondo la *Survey of Professional Forecasters*) che altrove (TAB. 1.8). Se questo rappresenta un innegabile successo per la BCE, dato che un valore atteso pari all'1,9% è perfettamente allineato al suo obiettivo inflazionistico di medio termine (“qualcosa sotto il 2%”), è pur vero che la discesa degli ultimi

³ L'ultimo aumento di 0,25 punti è avvenuto il 30 giugno scorso.

mesi dei tassi a lunga europei non può essere imputata a questo solo fattore dal momento che è ormai da molti mesi che l'inflazione attesa per la zona-Euro si mantiene attestata su questo livello. E' quindi evidente che anche le aspettative sulla crescita economica, meno favorevoli in Europa che negli USA, e la politica più aggressiva della FED, devono aver giocato un loro ruolo.

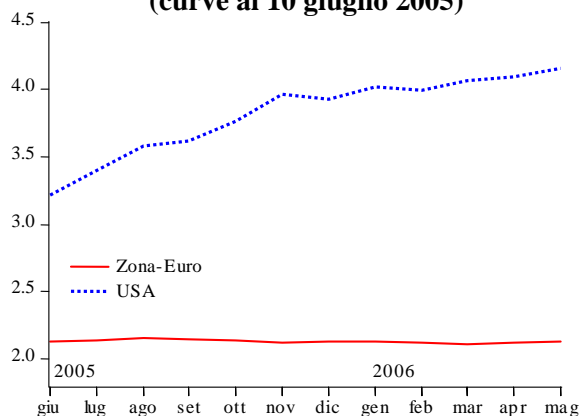
TAB. 1.8: Previsioni su crescita e inflazione nella zona-Euro e negli USA

momento della previsione	Previsione a 1 anno				Lungo periodo			
	inflazione		PIL		inflazione		PIL	
	Euro	USA	Euro	USA	Euro	USA	Euro	USA
I trim. 04	1,8	1,8	2,0	4,0	1,9	2,4	2,3	3,4
II trim. 04	1,6	2,2	2,0	3,9	1,9	2,5	2,3	-
III trim. 04	1,5	2,4	2,1	3,7	1,9	2,5	2,3	-
IV trim. 04	1,6	2,4	2,0	3,5	1,9	2,5	2,2	-
I trim. 05	1,7	2,3	1,9	3,6	1,9	2,5	2,3	3,3
II trim. 05	1,7	2,5	1,8	3,3	1,9	2,5	2,2	-

Fonte: *Survey of Professional Forecasters* di BCE e Federal Bank of Philadelphia.

La struttura dei tassi a breve per scadenza suggerisce che nei prossimi mesi il mercato si attende che la Fed, a differenza della BCE, aumenterà ancora i suoi tassi (FIG. 1.12).

FIG. 1.12: Tassi impliciti Euro e USA a 1 mese (curve al 10 giugno 2005)

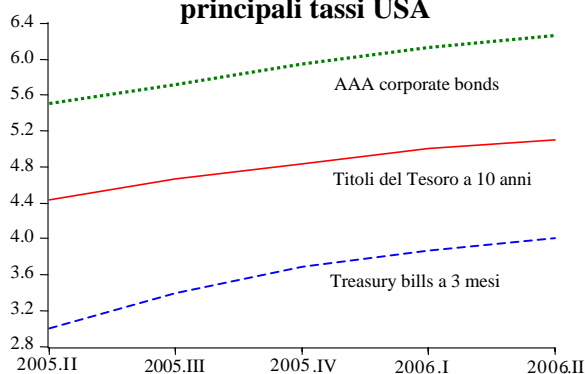


Fonte: *Il Sole 24Ore* e nostre elaborazioni.

Più difficile è un giudizio sui tassi a lunga: la *Survey of Professional Forecasters* del secondo trimestre 2005 (datata 16 maggio) continua ad

indicare l'attesa di un aumento dei rendimenti USA (FIG. 1.13). Se questo dovesse verificarsi, i tassi europei dovrebbero seguire un analogo movimento, anche se meno accentuato, a meno di un ulteriore peggioramento della nostra economia.

FIG. 1.13: Previsioni sull'andamento dei principali tassi USA



Fonte: *Survey of Professional Forecasters*, 16 maggio 2005.

I tassi corporate.

Nel comparto dei *corporate bonds*, un evento che ha recentemente attirato l'attenzione degli investitori è il deterioramento del merito di credito espresso dalle maggiori agenzie di rating su General Motors e Ford. Agli inizi di maggio, infatti, il giudizio sulle due società è stato modificato al di sotto dell'*investment grade*. Tale decisione ha avuto un duplice effetto sui mercati: da un lato ha favorito flussi di *fly to quality* verso i più sicuri titoli di Stato, dall'altro ha determinando un aumento generalizzato degli *spread* delle emissioni *corporate*. L'allargamento del differenziale di rendimento rispetto ai *benchmarks* governativi ha inizialmente caratterizzato le emissioni in dollari ed in una seconda fase anche quelle in euro (TAB. 1.9). Nell'ultimo mese le obbligazioni *corporate* hanno tuttavia recuperato parzialmente – in termini di *spread* - quanto ceduto tra prima e dopo il *downgrade* delle due case automobilistiche statunitensi.

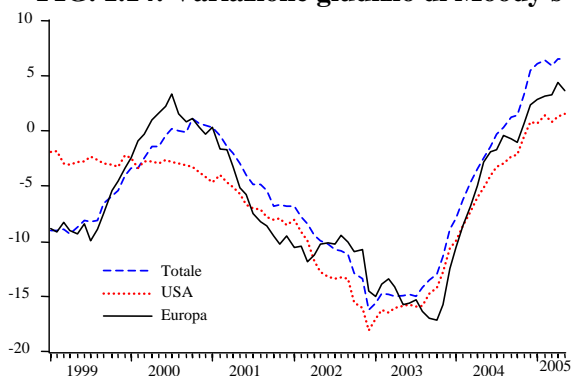
TAB. 1.9: Spread tra obbligazioni corporate e titoli di Stato in Europa

Rating	Modified Duration	Spread al 16-6-05	Variazione Spread (pb)			
			1 mese	3 mesi	6 mesi	12 mesi
AAA	2,3	8	0	1	1	-1
AA	2,4	15	0	1	0	1
A	2,3	29	0	6	-2	-7
BBB	2,3	49	-56	-8	-7	-20
AAA	4,9	8	-1	1	0	-5
AA	5,0	13	-2	1	0	-7
A	5,0	35	-3	8	2	-8
BBB	5,0	69	-34	11	4	-9
AAA	10,9	16	-1	3	2	-2
AA	10,6	30	-2	5	3	-5
A	10,5	59	-5	16	7	-8
BBB	11,4	95	-36	-4	-30	-48

Fonte MSCI e Bloomberg, nostre elaborazioni; gli spread sono calcolati rispetto ai titoli governativi tedeschi pari *modified duration* ed elaborati in termini di media mobile a 5 sedute.

Si noti comunque che la forte riduzione dello *spread* dei titoli BBB che emerge nella tabella è in parte fittizia perché gonfiata dalla revisione dei panieri e dall'esclusione di alcune società il cui rating risulta ora inferiore all'*investment grade*.

FIG. 1.14: Variazione giudizio di Moody's



Fonte: Moody's e nostra elaborazione; medie mobili 12 mesi, valori %; periodo: gen.1999 – gen.2005.

Considerando le statistiche diffuse da Moody's sul fronte dei default, anche negli ultimi mesi il tasso di insolvenza si è confermato su livelli contenuti (inferiore all'1,0% a livello mondiale). Focalizzando l'analisi alle emissioni speculative,

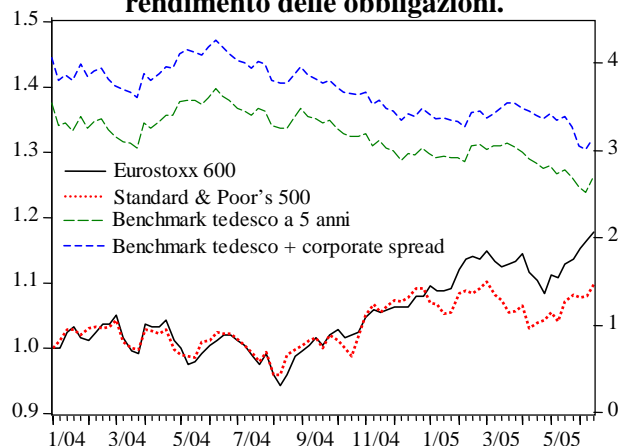
ovvero con rating inferiore a "BBB", il saggio di default si è attestato al di sotto del 2%.

Le prospettive appaiono tuttavia meno brillanti rispetto al recente passato. Al riguardo, Moody's si attende un aumento nei prossimi dodici mesi del tasso d'insolvenza delle emissioni speculative dall'1,91% al 3,04%. Inoltre, per quanto attiene l'attività di revisione dei *rating*, vi è stato un rallentamento nel trend positivo del rapporto (*upgrade-downgrade*)/totale (FIG. 1.14).

I prezzi delle azioni.

Sia in Europa che negli USA i prezzi delle azioni continuano a muoversi lungo la tendenza al rialzo iniziata nell'agosto dello scorso anno (FIG. 1.15). Il breve ciclo negativo di marzo e aprile, avvenuto in concomitanza con un aumento dei rendimenti obbligazionari e l'ampliarsi dello spread fra le obbligazioni *corporate* e i titoli di Stato, si è concluso, e la ripresa è stata abbastanza rapida, specialmente in Europa. Dalla FIG. 1.15 emerge comunque che i movimenti degli indici azionari USA ed europeo (Standard & Poor's 500 Industrial e DJ Eurostoxx 600 avvengono sempre in fase e per intensità simili. Emerge anche un andamento

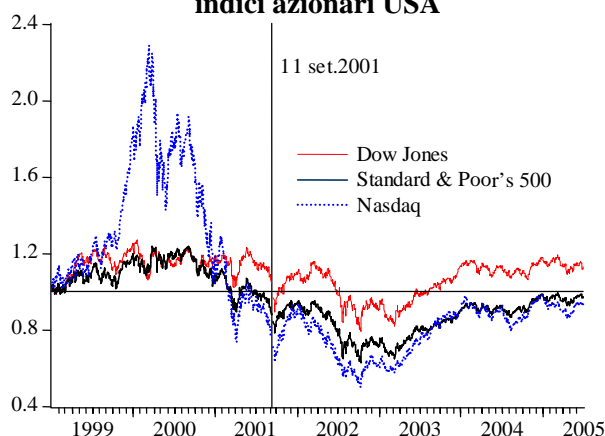
FIG. 1.15: Indici azionari in Europa e USA e rendimento delle obbligazioni.



Fonte: per lo spread indice MSCI - Euro Credit Corporate Spread (periodo: gennaio 2004-6 giugno 2005, dati settimanali; indici azionari scala a sinistra, rendimenti scala a destra).

speculare tra l'andamento del prezzo delle azioni e il rendimento delle obbligazioni, in particolare quelle emesse dalle imprese, che contengono una componente di rischio analoga a quella delle azioni.

FIG. 1.16: L'evoluzione giornaliera degli indici azionari USA



Nota: dati giornalieri, 2 gennaio 2004 - 30 giugno 2005

L'andamento giornaliero di tre fra i principali indici azionari americani, mostra (FIG. 1.16) come i prezzi delle azioni USA si siano ormai riportati a valori prossimi a quelli dell'inizio del 1999. Nel caso del Dow Jones, addirittura, l'indice è vicino ai massimi raggiunti nel periodo della cosiddetta bolla del millennio. E' interessante osservare l'andamento del Nasdaq che nel 2000 aveva raggiunto punte anomale, ma che ora, terminata "l'euforia irrazionale" sull'attesa di utili irrealistici da parte delle imprese della *new economy*, ricalca da vicino quello industriale dello Standard & Poor's.

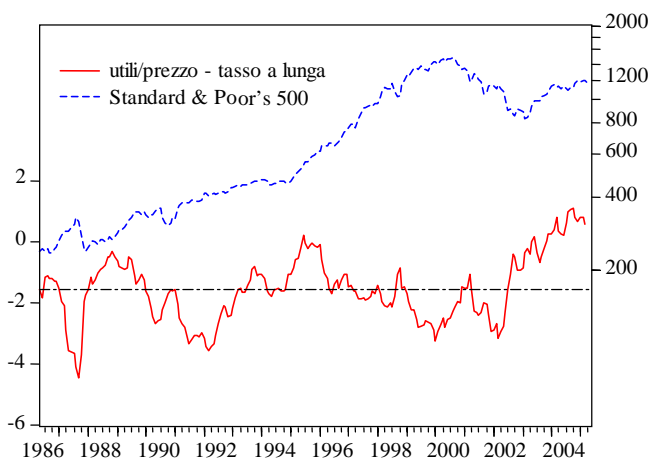
TAB. 1.10: Le aspettative sull'economia americana

(miliardi di dollari)	II trim. 05 (ultimo dato)	IV trim. 2005	2006 (media)
Profitti	956,5	980,0	1.013,2
Produzione (indice)	119,2	121,4	124,1
PIL reale	11.160,1	11.349,4	11.591,0

Fonte: *Surveys of Professional Forecasters*, sito internet <http://www.phil.frb.org/files/spf/mean.txt>

Gli attuali valori, abbastanza elevati, degli indici azionari americani sono comunque coerenti con le attuali condizioni economiche degli USA. Le previsioni sull'andamento del settore reale continuano a rimanere soddisfacenti (TAB. 1.10), mentre la differenza fra il rapporto utili/prezzi e il tasso a lunga rimane storicamente alta (FIG. 1.17): una caduta generalizzata dei prezzi dei titoli resta quindi un evento piuttosto remoto.

FIG. 1.17: L'indice S&P500 e una misura dello scostamento dal fondamentale



Fonte: Shiller, http://www.irrationalexuberance.com/ie_data.xls e nostre elaborazioni.

Il cambio dell'euro.

Dopo aver raggiunto un massimo di 1,3633 il 29 dicembre 2004, il cambio dollaro/euro ha cominciato a scendere, seppure con forti oscillazioni, fino a portarsi al valore di 1,2092 di fine giugno, di poco superiore all' 1,1789 dollari per un euro con cui la nostra valuta aveva esordito il 2 gennaio 1999 (FIG. 1.18). I motivi di questa riduzione del valore dell'euro non sono facili da individuare anche perché la maggioranza degli esperti prevedeva un ulteriore indebolimento del dollaro a causa del deficit della bilancia commerciale USA e del forte indebitamento di quell'economia.

Va però tenuto presente che in regime di cambi flessibili l'andamento del cambio di breve periodo può essere spiegato dalla relazione:

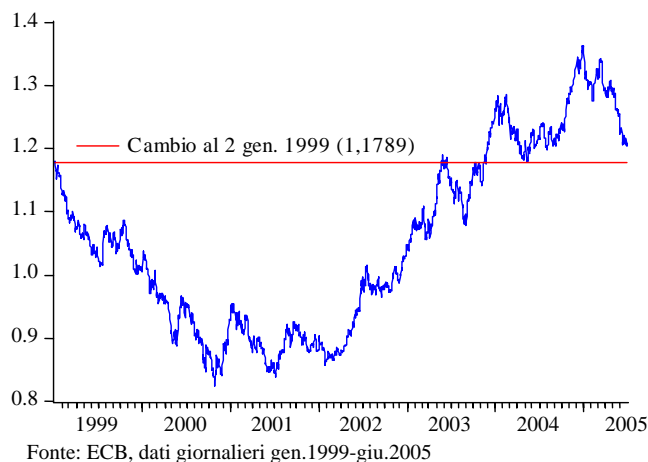
$$\Delta\%C_t = \Delta\%E_t[C_{t+1}] + \Delta R_{\text{€},t} - \Delta R_{\text{\$,}t} + \dots$$

(dove C è il cambio, E è il simbolo dell'aspettativa, R sono i rendimenti più rilevanti per i movimenti di capitale, € e \$ si riferiscono rispettivamente alla zona-Euro e agli USA, $\Delta\%C$ e ΔR indicano rispettivamente la variazione % e la variazione in punti del cambio e dei rendimenti).

In questa relazione una variabile cruciale per l'andamento del cambio è paradossalmente costituita proprio dalle aspettative del mercato su questa variabile: una modifica delle aspettative, razionale o meno che sia, ha quindi un impatto diretto sul cambio. Data la difficoltà di stimare i fondamentali delle economie, cui il cambio nel lungo periodo tende ad adeguarsi, è possibile che per periodi anche non brevi il movimento del cambio sia pesantemente influenzato da *fattori psicologici*, spesso innescati da informazioni solo contingenti ma considerate come particolarmente positive o negative, e/o da regole, tipo l'analisi tecnica, che vengono utilizzate per prevedere l'andamento del cambio in base ai suoi movimenti *passati*. Ciò ha l'effetto di introdurre in questa variabile dei movimenti che, visti con gli occhi dei "fondamentalisti", possono apparire irrazionali. E' possibile, quindi, che alla recente ripresa del dollaro dell'ultimo periodo abbiano contribuito la notizia, diffusa l'11 maggio scorso, che la bilancia commerciale USA era migliore del previsto e le informazioni sulla buona performance dell'economia americana contrapposta alla bassa crescita nella zona-Euro. A questo si è poi aggiunto l'effetto del risultato negativo del

referendum tenuto in Francia sulla costituzione europea (v. Bollettino mensile della BCE di giugno).

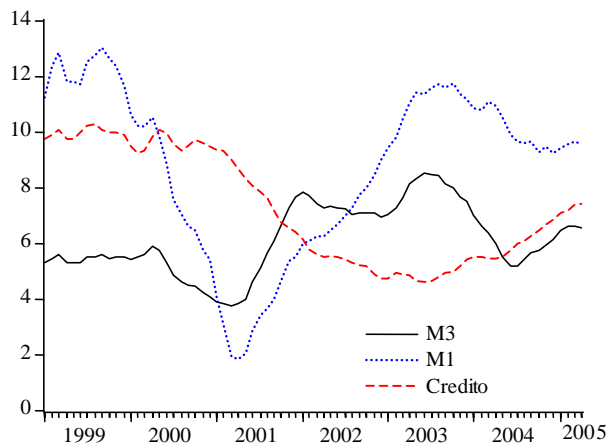
FIG. 1.18: L'andamento giornaliero del cambio dollaro/euro



Gli aggregati monetari e creditizi.

Continua ad aumentare il tasso di crescita degli aggregati monetari e del credito anche se si comincia a manifestare qualche segno di rallentamento (FIG. 1.19). In particolare, all'interno della M3, la componente più liquida M1 cresce a un ritmo superiore al 9% annuo. Le cause di questo fenomeno sono varie e vanno essenzialmente cercate dal lato della *domanda*: i tassi d'interesse restano molto bassi e, di fronte alla scarsa redditività delle attività a più lungo termine – e ai rischi di perdite in conto capitale che tipicamente accompagnano i bassi tassi d'interesse – le risorse finanziarie vengono parcheggiare in attività liquide. Per quanto riguarda il credito, il basso costo dei prestiti e i forti investimenti immobiliari continuano a stimolarne la domanda; più di recente è anche aumentato anche il fabbisogno da parte delle imprese.

FIG. 1.19: Crescita annua degli aggregati monetari e del credito nella zona-Euro



Fonte: BCE; medie mobili trimestrali.

Questo continuo accumulo di liquidità presso il pubblico ha fatto sorgere qualche preoccupazione per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. Al momento, però, il pericolo è solo potenziale perché non c'è alcuno squilibrio tra domanda e offerta di moneta: la banca centrale mantiene *basso* il tasso e il pubblico accumula scorte liquide per portare lo stock di moneta al suo corrispondente *alto* livello desiderato. Quest'ipotesi è condivisa anche dagli esperti del *Committee on Economic and Monetary Affairs* dell'Europarlamento. Sia Horn che Wyplosz ⁴ sostengono che, finché la capacità utilizzata e le prospettive di crescita economica sono basse, è assolutamente normale che in presenza di politica monetaria espansiva (bassi tassi d'interesse) la crescita della moneta rimanga elevata. Il problema potrebbe sorgere se l'aumento della moneta raggiungesse livelli abnormi e/o la ripresa economica si consolidasse (o la capacità utilizzata diventasse troppo elevata): in quei casi l'elevata liquidità accumulata negli

⁴ Monetary Dialogue with the ECB (14 marzo 2005), vedi: http://www.europarl.eu.int/comparl/econ/emu/20050314/default_en.htm

ultimi mesi potrebbe fornire al sistema le risorse per finanziarie i nuovi flussi di spesa. In queste condizioni, ma solo in queste condizioni, sarebbe necessaria da parte dell'Eurosistema una rapida politica restrittiva con un forte aumento dei tassi d'interesse.

L'affermazione della BCE sulla necessità di monitorare attentamente i rischi inflazionistici e, se necessario, di intervenire immediatamente al concretizzarsi di tali rischi sembra quindi del tutto corretta.

3. Aggregati e tassi bancari in Italia

Nei primi mesi del 2005 è continuata la forte crescita della raccolta bancaria diretta e degli impieghi che, di recente, ha interessato anche le imprese. E' invece diminuito il ricorso al mercato azionario. I tassi bancari sono fermi su valori molto bassi.

La moneta e il credito. La crescita della moneta M3 e della M1 è più elevata nel complesso della zona-Euro che in Italia (TAB. 1.11) anche se la tendenza è la stessa.

TAB. 1.11: Crescita annua della moneta e del credito nella zona-Euro e in Italia (%)

Aggregato	Zona	2004			2005
		Apr.	Ago.	Dic.	Feb.
M3	Euro-12	6,0	5,5	6,1	6,7
	Italia	5,5	5,3	5,4	6,0
M1	Euro-12	11,0	9,6	9,1	9,6
	Italia	9,6	8,0	7,9	8,2
PFI	Euro-12	5,5	6,1	6,9	7,2
	Italia	8,1	8,3	n.d.	n.d.
Famiglie e imprese non finanz.	Euro-12	4,4	5,3	6,1	6,5
	Italia	7,5	8,0	8,1	9,2

Fonte: BCE e Banca d'Italia.

Le passività del pubblico, invece, crescono maggiormente in Italia; in particolare, la crescita della componente dei crediti alle famiglie ed alle

imprese superava a febbraio di oltre 2,5 punti quella della media dei paesi dell'UME.

La raccolta bancaria. Nel primo quadrimestre del 2005 è aumentata la crescita della raccolta bancaria diretta che si è portata a valori prossimi all'8%, contro un tasso medio di variazione del 6,7% degli ultimi mesi dell'anno precedente (TAB. 1.12). Tale accelerazione deriva principalmente da un rinnovato interesse per le forme di deposito più liquide (a fine aprile i conti correnti crescevano del 7,8%). Dopo un periodo di quasi due anni, inoltre, la crescita dei pronti contro termine è tornata positiva. Si mantiene sostenuta anche la crescita delle obbligazioni (oltre l'11%), anche se inferiore a quella dei mesi precedenti (13% nell'ottobre 2004).

Il primo trimestre del 2005 è altresì contrassegnato da qualche sintomo di ripresa della raccolta indiretta che, però, cresce ancora a tassi inferiori all'1%, principalmente a causa della continua contrazione della raccolta gestita (-10% a marzo).

TAB. 1.12: La raccolta delle banche italiane
(variazione % sui 12 mesi)

	2005			
	Gen.	Feb.	Mar.	Apr.
Depositi	5,2	5,4	5,3	5,9
<i>di cui:</i>				
- a vista	6,6	7,1	5,9	7,8
- con durata prestabil.	-7,4	-8,8	-4,8	-6,5
- rimborsabili c/preav.	4,5	4,5	4,2	4,3
- pronti c/termine	3,6	3,2	8,5	0,2
Obbligazioni	10,8	12,2	11,4	11,2
Raccolta diretta totale	7,3	8,0	7,6	7,9
Raccolta indiretta totale	1,6	0,2	0,1	n.d.
<i>di cui:</i>				
- raccolta gestita	-9,5	-8,1	-10,1	n.d.

Fonte: Banca d'Italia.

Gli impieghi e le sofferenze. Nel primo quadrimestre del 2005 la crescita degli impieghi presso le banche italiane è stata caratterizzata da una netta ripresa che, nel mese di marzo, ha

raggiunto il suo valore più elevato dal 2002 (+8,2%, TAB. 1.13). Questo forte incremento degli impieghi è ancora una volta prevalentemente determinato dai prestiti a medio-lungo termine che crescono a un tasso annuo medio del 14%; si sta però attenuando anche la contrazione della componente a breve termine (-0,5% a fine aprile rispetto a -4,7% a fine dicembre 2004).

Il dato più positivo concerne l'andamento del credito erogato alle imprese, che da tempo risultava poco dinamico. I dati dei primi mesi dell'anno indicano infatti una certa ripresa (il tasso medio di variazione nel quadrimestre è prossimo al 7%), molto più marcata nel comparto dei prestiti con scadenza superiore all'anno. Accanto a ciò, permane sostenuto l'andamento degli impieghi alle famiglie (in media +13% nel quadrimestre), trainati dalla crescita, seppure in lieve rallentamento, dei mutui per la casa e del credito al consumo.

TAB. 1.13: Gli impieghi delle banche italiane
(variazione % sui 12 mesi)

	2005			
	Gen.	Feb.	Mar.	Apr.
Impieghi totali	7,9	8,0	8,2	7,6
<i>di cui:</i>				
- a breve	-0,7	-0,1	0,1	-0,5
- a medio/lungo	14,4	14,0	14,0	13,3
Sofferenze lorde	4,3	3,7	3,9	n.d.
Impieghi a società	7,2	7,0	7,0	5,8
<i>di cui:</i>				
- con scadenza <1 a.	1,9	3,1	2,7	1,3
- con scadenza > 1 a.	11,5	10,2	10,5	9,4
- sofferenze	4,3	3,6	3,9	n.d.
Prestiti a famiglie	13,7	13,4	12,7	12,3
<i>di cui:</i>				
- credito al consumo	15,7	15,3	15,3	15,7
- acquisto abitazione	19,7	18,9	17,8	17,6
- sofferenze	5,2	4,9	4,9	n.d.

Fonte: Banca d'Italia.

Nonostante il permanere di una situazione economica sfavorevole per le imprese, si è ridotto rispetto ai mesi precedenti il tasso di

crescita delle sofferenze lorde (3,9% a marzo) ed è ulteriormente diminuito il rapporto sofferenze / totale impieghi (4,6% a fine aprile). Questo stesso andamento si riscontra soprattutto con riferimento alla componente del portafoglio prestiti delle imprese, anche se qualche miglioramento della qualità dei prestiti è visibile anche nel settore delle famiglie.

I titoli in portafoglio. I dati del primo trimestre del 2005 indicano un andamento altalenante del portafoglio titoli, la cui entità tende comunque a ridursi, in parte anche come risultato della concomitante espansione degli impieghi (TAB. 1.14). L'andamento delle componenti del portafoglio titoli è però molto diversificato. Prosegue infatti la contrazione dei titoli di Stato italiani (-7,4% a fine marzo) mentre gli altri titoli (società finanziarie, non finanziarie, enti sopranazionali e governi esteri) continuano ad aumentare anche se a ritmi non così sostenuti come nello scorso anno (+6,7% a marzo 2005 rispetto al +26% medio del 2004).

TAB. 1.14: Il portafoglio titoli
(variazione % sui 12 mesi)

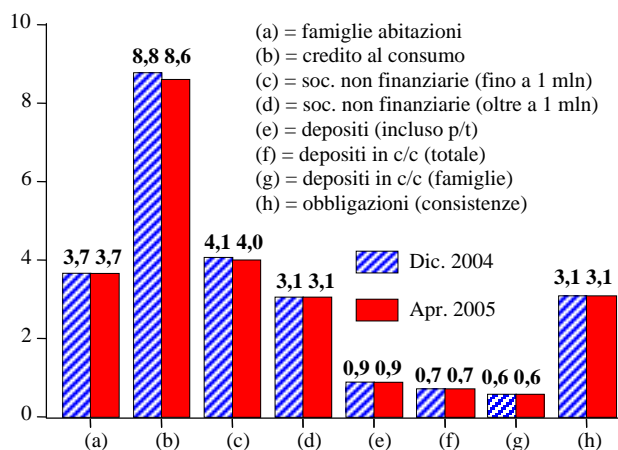
	2005		
	Gen.	Feb.	Mar.
Portafoglio titoli totale	-3,0	1,2	-1,9
di cui:			
- Titoli di Stato	-11,9	-6,1	-7,4
- altri titoli	11,4	13,1	6,7

Fonte: Banca d'Italia.

I tassi bancari. I tassi praticati dalle banche italiane nel periodo gennaio-aprile 2005 sono rimasti pressoché invariati (FIG. 1.20). Anche i tassi relativi alle nuove erogazioni si mantengono stabili o, al più, mostrano diminuzioni di pochi centesimi: in effetti l'attuale livello dei tassi bancari sembra così basso da impedire, di fatto, un loro ulteriore consistente abbassamento.

Lo *spread* sui tassi a breve si è ulteriormente ridimensionato, raggiungendo a fine marzo 4,5 punti, ossia il valore più basso dell'ultimo triennio. La riduzione dello *spread* deriva soprattutto dalla diminuzione del *mark-up* a breve termine – la differenza tra il tasso sui prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie con scadenza inferiore a 1 anno e l'euribor a 3 mesi – che è sceso a fine aprile al 3,3%, mentre il *mark-down* – la differenza tra l'euribor e il tasso medio sui depositi – è da tempo sui valori pari a 1,25%.

FIG. 1.20: I tassi bancari



Fonte: Banca d'Italia.

4. Imprese e mercato dei capitali

I fenomeni di maggior rilievo che hanno caratterizzato nel corso dei primi cinque mesi del 2005 la raccolta di risorse canalizzate da Borsa Italiana mediante aumenti di capitale da parte di società quotate e la raccolta di risorse in occasione dell'accesso alla quotazione (Opvs) sono i seguenti (TAB. 1.15):

- il volume di risorse complessivamente raccolte è in significativa diminuzione su base annua (-50%) rispetto all'anno precedente;

- la quota prevalente (pari al 72%) della raccolta è stata effettuata con aumenti di capitale da parte di società;
- la dimensione media delle operazioni di OPVS si è sostanzialmente dimezzata rispetto all'anno precedente, mentre quella degli aumenti di capitale è più che raddoppiata;
- solo 3 nuove società hanno fatto il loro ingresso nei mercati gestiti da Borsa Italiana nel periodo considerato.

TAB. 1.15: Flussi di denaro canalizzati dalla Borsa Italiana con offerte di azioni

	2004	2005 gen-mag
Aumenti di capitale di soc. quotate		
numero operazioni	23	6
denaro raccolto (milioni)	3.254	2.281
Importo medio (milioni)	141,5	380,2
In % della capitalizz. di fine periodo	0,6%	0,4%
In % degli scambi del periodo	0,4%	0,6%
Offerte pubbliche di vendita/sottoscr.		
numero operazioni	18	3
denaro raccolto (milioni)	11.967	905
Importo medio (milioni)	664,8	301,7
In % della capitalizz. di fine periodo	2,1%	0,2%
In % degli scambi del periodo	1,7%	0,3%

Fonte: Borsa Italiana e nostre elaborazioni.

La raccolta del risparmio da parte dei fondi comuni italiani. Nel corso dei primi 5 mesi del 2005 la raccolta netta dei fondi comuni di investimento gestiti da intermediari italiani è stata negativa per 1.050 milioni di euro (TAB. 1.16). Importanti deflussi hanno riguardato soprattutto (sia in termini assoluti sia in termini relativi) i fondi azionari e di liquidità (con una raccolta netta negativa rispettivamente pari a 4.353 e a 4.383 milioni di euro) e i bilanciati (raccolta netta negativa per 1.133 milioni di euro). Una significativa ripresa si è avuta invece nel comparto dei fondi obbligazionari, con una raccolta netta positiva di 6.678 milioni di euro.

TAB. 1.16: Raccolta netta dei fondi comuni gestiti da intermediari italiani

Categorie di fondi	2004	2005 gen-mag
Azionari	-2.411	-4.353
Bilanciati	-2.899	-1.133
Obbligazionari	-1.337	6.678
Liquidità	-6.800	-4.383
Flessibili	1.128	2.141
Totale	-12.319	-1.050

Fonte: Assogestioni e nostre elaborazioni (valori assoluti, in mln di euro)

TAB. 1.17: Scambi sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana (milioni di euro)

Strumento	2004	2005 gen-mag
Azioni italiane borsa	641.376	350.015
Azioni italiane m. Expandi	464	323
Azioni italiane NM	18.719	7.657
Totale azioni	660.559	357.995
Warrant	600	585
Securitized Derivatives	16.468	15.013
Obbl.convertibili	943	485
Fondi Chiusi	183	119
Fondi Aperti e ETF	3.226	3.148
Diritti	350	317
Obbligazioni	10.890	6.460
Tit. Stato (Mot)	139.338	50.246
Strumenti derivati		
Futures su indice		
<i>Num. contratti</i>	3.331.843	1.471.774
<i>Val. scambi</i>	467.122	231.615
Mini-Futures su indice		
<i>Num. contratti</i>	1.485.112	522.602
<i>Val. scambi</i>	41.495	16.441
Futures su azioni		
<i>Num. contratti</i>	1.734.256	2.656.327
<i>Val. scambi</i>	7.822	11.963
Opzioni su indice		
<i>Num. contratti</i>	2.220.807	1.017.856
<i>Val. scambi</i>	152.839	78.965
Opzioni su azioni		
<i>Num. Contratti</i>	9.500.498	4.810.620
<i>Val. scambi</i>	36.734	22.104

Fonte: dati Borsa Italiana Spa.

Gli scambi di titoli quotati. Il controvalore degli scambi di titoli trattati sui mercati



regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana Spa (TAB. 1.17) ha mostrato nei primi 5 mesi del 2005 un sensibile progresso rispetto a quanto osservato l'anno precedente (+30% in media giornaliera per gli strumenti azionari). Particolarmente vivaci sono risultati i segmenti dei warrant e degli ETF (entrambi caratterizzati da scambi in aumento di oltre il 130% rispetto alla media giornaliera dell'anno precedente).

Per quanto riguarda il mercato Idem, il segmento che ha registrato il maggior sviluppo è stato quello degli stock futures, i cui scambi medi giornalieri sono più che triplicati rispetto all'anno precedente.

5. Le previsioni dell'Euribor e del tasso ufficiale

Le informazioni più recenti concordano tutte sul fatto che, a meno di eventi eccezionali e imprevedibili, la Banca Centrale Europea non modificherà i suoi tassi. Il Repo dovrebbe quindi rimanere fermo al 2% per i prossimi mesi. In un futuro più lontano è, comunque, previsto un suo rialzo.

Le aspettative del mercato. Le principali fonti di informazione sulle aspettative del mercato sono costituite dalla struttura per scadenza dei tassi d'interesse, da cui si ricavano i tassi impliciti, e dai prezzi dei futures, da cui, per differenza rispetto a 100, si ricavano i relativi rendimenti. In mercati quasi perfettamente integrati come quello europeo, le due fonti di informazione (tassi impliciti e rendimenti dei futures) sono comunque strettamente legate fra loro.

La TAB. 1.18 riporta, con riferimento all'Euribor a 3 mesi, i valori al 1 luglio 2005 dei tassi impliciti trimestrali, dei rendimenti dei futures e dei FRA. Essa mostra come fino a giugno 2006 i dati di ciascuna delle tre serie

appaiano pressoché costanti. Questo andamento è tipico di un mercato che si attende tassi stabili (in realtà, depurando questi valori per il premio di liquidità, emerge che il mercato sembra considerare addirittura possibile, anche se improbabile, una loro riduzione).

TAB. 1.18: Tassi impliciti a 3 mesi, futures e FRA (valori del 1° luglio)

	Euribor tasso implicito	3m Euribor Future		FRA
		FEU3 Eurex	LIFFE	
lug. 2005	2,106	-	-	-
set.	2,102	2,060	2,065	2,050
dic .	2,072	2,030	2,020	2,005
mar 2006	2,088	2,030	2,030	2,035
giu.	-	2,100	2,090	2,135
set.	-	2,170	-	-

Nota: Il valore di luglio è quello dell'Euribor a 3 m del giorno 1.

Le più recenti previsioni di un gruppo di esperti. La TAB. 1.19 riporta le previsioni effettuate dal 1° giugno al 2 luglio 2005 da un gruppo di esperti e liberamente disponibili su Internet ⁵.

Dai valori riportati nella tabella risulta che è opinione comune che nei prossimi mesi il Repo rimarrà al 2% e i tassi saranno stabili. Il tasso ufficiale dovrebbe infatti salire non prima della fine del 2005 (nel febbraio scorso gli esperti in previsioni allora esaminati davano invece un valore del Repo compreso fra 2,00 e 2,25 già per settembre). Nessuno prevede comunque un ritocco verso il basso dei tassi ufficiali. I tassi a 10 anni sono invece previsti in aumento.

⁵ Per motivi di riservatezza, le previsioni degli esperti qui considerate fanno esclusivamente riferimento a informazioni pubblicamente disponibili (senza uso di password), rintracciate su Internet mediante un motore di ricerca in cui erano state introdotte le seguenti parole chiave: forecast/s + June + 2005 + Repo o Refi o Euribor o Interest rates; poi idem ma in lingua italiana. L'accesso è avvenuto il 2 luglio 2005 e ogni volta sono state esaminate solo le prime 40 voci di ogni elenco. Non sono state considerate le previsioni solo qualitative o troppo parziali.

TAB. 1.19: Le previsioni degli esperti disponibili su Internet

Variabile/ Fonte	data previs	2005			2006			
		II	III	IV	I	II	III	IV
<i>Repo:</i>								
ERC	giu	2,00	2,00	2,00	2,25	2,25	-	2,75
CIBC	2 giu	2,00	2,00	2,25	-	-	-	-
FX	3 giu	2,00	-	2,25	-	-	-	-
GMW	10 giu	2,00	2,00	2,00	-	-	-	-
RBS (*)	22 giu	2,00	2,00	2,00	2,10	2,30	2,50	2,80
<i>Euribor 3 m.</i>								
ERC	giu	2,10	2,20	2,30	2,50	2,60	-	2,80
UNI	6 giu	2,14	1,97	1,96	2,11	-	-	-
EB	21 giu	2,11	2,25	2,20	2,40	2,60	-	-
<i>Tassi a 10 a.</i>								
ERC	giu	3,60	3,80	4,10	4,30	4,50	-	4,80
FX	3 giu	3,22	-	3,75	-	-	-	-
<i>Dollaro/euro</i>								
ERC	giu	1,30	1,33	1,35	1,38	1,40	-	1,42
FX	3 giu	1,23	-	1,40	-	-	-	-
CIBC	6 giu	1,23	1,27	1,27	1,30	1,35	-	1,36
EB	21 giu	1,21	1,30	1,36	1,33	1,33	-	-
RBS	22 giu	1,22	1,24	1,28	1,32	1,30	1,29	1,28
RFX	1 lug	1,21	1,16	-	-	-	-	-
FFC	2 lug	1,21	1,24	1,24	-	-	-	-

Dati di fine periodo; (*) = media periodo. La prima colonna di numeri rappresenta l'ultimo valore noto al previsore.

Fonte: CIBC = CIBC World Markets Inc., EB = ERSTE BANK, ERC = Economic Research and Consulting, FFC = Financial Forecast Center, FX = FXstreet, GMW = Global Markets Weekly, RFX = RFX Financial Forecast Center, RBS = RBS (The Royal Bank of Scotland Group), UNI = UNInews gruppo Unicredit.

E'interessante notare come, a differenza che per i tassi, le previsioni degli esperti sul cambio siano piuttosto eterogenee; sembra comunque prevalente l'attesa di un rafforzamento dell'euro sul dollaro, anche se questo convincimento è andato attenuandosi nel tempo.

I documenti e comunicati della Banca Centrale e l'andamento dell'economia. Come già illustrato in precedenza, nella conferenza stampa di giugno il presidente Trichet ha affermato che:

- 1) il Consiglio Direttivo si aspetta che nel medio periodo le pressioni inflazionistiche rimarranno contenute;
- 2) il livello eccezionalmente basso dell'intero spettro dei tassi d'interesse fornisce un

sostegno considerevole alla crescita economica della zona-Euro, al momento modesta;

- 3) la crescita del PIL dovrebbe aumentare nel tempo anche se l'incertezza sulla domanda di breve periodo, l'andamento dei prezzi del petrolio e gli squilibri mondiali possono porre dei rischi alle prospettive di questa crescita;
- 4) la BCE rimane vigile di fronte ad eventuali rischi inflazionistici perché suo compito primario è garantire la stabilità dei prezzi.

In risposta ad alcune domande Trichet ha poi lasciato capire che la BCE non è intenzionata a ridurre i tassi.

In base alla nostra passata esperienza queste dichiarazioni lasciano intendere che il Repo rimarrà fermo al 2% anche nei prossimi mesi. Utilizzando infatti una scala da -3 a +3 per misurare il grado di pericolo per la stabilità dei prezzi corrispondente alle espressioni chiave utilizzate nei documenti ufficiali si può ipotizzare che l'ultima dichiarazione corrisponda a un livello di rischio compreso fra 0 e -1,⁶ valore questo che nel passato ha indicato una posizione attendista da parte della Banca Centrale.

A questo si aggiunge il fatto che le proiezioni su inflazione e crescita economica calcolate dagli esperti dell'Eurosistema mostrano come nel medio periodo l'obiettivo inflazionistico di "qualcosa sotto il 2%" sia compatibile con l'attuale livello del Repo. La crescita economica resta comunque modesta ma le prospettive sono di una ripresa nel corso del 2006: in queste condizioni, con gli attuali bassi tassi d'interesse, la politica migliore per la BCE sembra quella di mantenere i tassi fermi ancora per vari mesi. Le

⁶ Il valore sarebbe stato inferiore, diciamo compreso fra -1 e -2, se i tassi d'interesse non fossero già così bassi.



previsioni dei principali enti di ricerca sono sostanzialmente coerenti con queste ipotesi (vedi precedente paragrafo 2 “Tassi e aggregati in Europa”).

Allo stesso risultato si arriva analizzando i principali indicatori economici, anche se gli ultimissimi indici anticipatori della crescita, sia quello fornito da Eurogrowth che da Eurocoin⁷, non sono incoraggianti. Il primo indica, a detta degli esperti che se ne sono occupati, una “quasi recessione”: l’ultimo valore di Eurogrowth, che dovrebbe approssimare la crescita annua del PIL nel III trimestre 2005, è infatti di soli 0,60 punti.

In base a questi elementi pensare a un aumento del tasso ufficiale è assolutamente fuor di luogo, d’altra parte una sua riduzione è stata esclusa dalla stessa Banca Centrale Europea.

Gli aggregati monetari. Gli aggregati monetari hanno di nuovo accelerato negli ultimi mesi e la BCE ha più volte affermato che la liquidità del sistema è eccessiva. Al momento questo fenomeno non desta preoccupazione perché è in gran parte la conseguenza dei bassi tassi d’interesse. Questo fatto, però, rende difficile un’ulteriore riduzione del Repo che stimolerebbe ulteriormente la crescita della M3 e

potrebbe portare il sistema in una situazione pericolosamente vicina a quella della trappola della liquidità.

In conclusione. Per tutti i fattori sopra evidenziati, nel breve periodo non vi dovrebbero essere interventi da parte della Banca Centrale Europea.

TAB. 1.20: Le previsioni del Repo e dell’Euribor nei prossimi mesi

mese	Repo	Euribor a 1m	Euribor a 3 m
Lug. 2005	2,00	2,10	2,13
Ago. 2005	2,00	2,08	2,12
Set. 2005	2,00	2,10	2,12
Ott. 2005	2,00	2,10	2,14
Nov. 2005	2,00	2,12	2,15
Dic. 2005	2,00	2,14	2,17

Fonte: nostre elaborazioni su dati del 1 luglio 2005

Su queste basi è possibile tracciare una previsione per i prossimi mesi che mostra (TAB. 1.20) un andamento dei tassi a uno e 3 mesi sostanzialmente stabile. Anche i tassi bancari rimarranno sostanzialmente inalterati, mentre i tassi a lunga dovrebbero presentare qualche modesto sintomo di ripresa dopo l’estate.

⁷ Rispettivamente disponibili nei siti internet <http://www.euroframe.org/index.php?id=9> e <http://www.cepr.org/data/EuroCOIN/latest/>

2. UN ALTRO GIGANTE EMERGENTE: L'INDIA

L'India si pone unitamente alla Cina e al Brasile come il leader naturale – sia per storia che per dimensione geo-economica – del gruppo dei paesi in via di sviluppo ormai diventati emergenti. In modo per certi versi simile alla Cina, anche l'India è stata recentemente protagonista di una stagione di riforme, che hanno prodotto un deciso irrobustimento del suo processo di crescita. Tuttavia, diversamente dalla Cina, la fase di recente sviluppo indiano è stata favorita non tanto dalla rapida industrializzazione trainata da un'elevata attività di investimento in capitale fisso, quanto piuttosto da un insolito – nonché rapido – processo di terziarizzazione basato sull'utilizzo di manodopera particolarmente qualificata, che dovrebbe continuare anche nei prossimi anni¹, consentendo all'India stessa di realizzare nei prossimi decenni una crescita media annua vicina al 5%, superiore persino a quella prevista per l'economia cinese. Nel prosieguo analizzeremo le principali caratteristiche dello sviluppo economico indiano, cercando di evidenziarne analogie e differenze nei confronti dell'altro gigante asiatico.

1. Una breve introduzione storica

L'India per diversi decenni è stata considerata un sistema sclerotico, su cui gravavano le inefficienze di un approccio di stampo socialista-fabiano, inaugurato all'indomani della fine del secondo conflitto mondiale dall'allora primo ministro Jawaharlal Nehru. L'esito ultimo

di questa peculiare strategia di sviluppo – fondata su di un settore pubblico che svolgeva la fondamentale funzione di “agenzia di comando e controllo” – è consistito nella creazione di un sistema iper-regolato, caratterizzato dalla ingombrante presenza di numerosi vincoli burocratici (“*licence raj*” o “*license permit quota raj*”) che hanno prodotto corruzione, inefficienze e un tasso di crescita modesto². A partire dalla prima metà degli anni '80 inizia una prima fase (in verità timida e solo parziale) di liberalizzazione (interna ed esterna) con razionalizzazione del sistema fiscale: il reddito nazionale inizia a crescere in termini reali più del 5% all'anno. Tuttavia la contemporanea crescita dell'indebitamento pubblico e dell'import creano rapidamente i presupposti per la grande crisi valutaria del 1991. Sull'onda della crisi, il governo di Narasimha Rao introduce ulteriori riforme di stampo neo-liberale. La *new economic policy* – fatta di apertura al commercio estero, riduzione delle tariffe (ridotte dall'85% al 25% del valore dell'import) e abolizione delle licenze sull'attività di investimento – conosce una ulteriore accelerazione a partire dal 1996 con l'arrivo al potere del *Bharatiya Janata Party*, fortemente determinato ad aprire il paese agli Investimenti Diretti Esteri (IDE) e ad avviare un massiccio programma di privatizzazioni, nell'intento di scardinare l'arcaica struttura dell'economia domestica tramite una drastica ridefinizione del ruolo dello Stato. Nel 2004, le elezioni generali portano ad un nuovo cambio di leadership che passa nelle mani della *United Progressive Alliance* (UPA), guidata dallo storico partito dell'*Indian National*

¹ Ciò grazie anche al forte riorientamento degli Investimenti Diretti Esteri (IDE) sempre più realizzati – come più volte evidenziato dall'UNCTAD negli ultimi anni – nel settore dei servizi.

² Il modesto tasso di crescita registrato sino alla prima metà degli anni '80 è stato – quasi sarcasticamente – definito *Hindu rate of growth*, in quanto frutto della commistione tra cultura induista e approccio socialista all'economia (o versione indiana del socialismo).

Congress, con l'indispensabile appoggio di una pluralità di gruppi minori locali. L'eterogeneità della coalizione di governo frena ma non interrompe il processo riformatore, che da questo momento assume un'impronta più graduale³.

2. La struttura dell'economia indiana

L'assetto produttivo è rimasto per lungo tempo incentrato sui settori tradizionali dell'agricoltura (produzione di tè, riso, zucchero, ma anche cotone e juta) e della manifattura, favorita dall'abbondante disponibilità di risorse naturali e dal basso costo della manodopera. A fronte di questa bipartizione tradizionale, negli anni più recenti, il settore dei servizi è andato acquisendo un'importanza crescente, soprattutto per quanto riguarda il mercato delle telecomunicazioni e dei prodotti informatici. Attualmente, il terziario rappresenta il settore in più rapida espansione e contribuisce per poco meno della metà alla formazione del prodotto interno lordo (TAB. 2.1); il contributo del settore manifatturiero è di poco più di un quarto del PIL totale, leggermente superiore a quello dell'agricoltura, costantemente in calo nell'ultimo decennio.

TAB. 2.1: La struttura della produzione indiana

	Contributo alla formazione del PIL (quota %)		
	1951	1990	2000
Agricoltura	58	33	25
Industria	15	27	27
Servizi	27	40	48

Fonte: IMF (2003).

³ Mentre sembrano attualmente improbabili le riforme più radicali del sistema (la liberalizzazione completa degli Investimenti Diretti Esteri (IDE) e la deregolamentazione del mercato del lavoro sono apertamente avversate dai partiti di ispirazione comunista membri della coalizione di governo), si stanno però compiendo notevoli sforzi per realizzare nuovi interventi in ambito sociale.

L'agricoltura continua, con il 25% del PIL, a rivestire un'importanza fondamentale per la società indiana, dal momento che assorbe oltre il 60% dell'occupazione totale e che i due terzi della popolazione continuano a vivere in zone rurali⁴. Si spiega, quindi, l'importanza che le autorità governative riconoscono a questo comparto, oggetto attualmente di numerosi progetti di riforma volti a stimolare la crescita della produttività, la ricerca e l'innovazione. Anche il settore industriale ha subito una progressiva trasformazione, che ha visto le medie e grandi aziende manifatturiere e la produzione di articoli ad alta tecnologia affiancarsi alla base tradizionale rappresentata dalle aziende di artigianato locale e dalle piccole imprese familiari. Il paese è tra le destinazioni privilegiate del processo di delocalizzazione produttiva in atto su scala mondiale, che ha coinvolto numerose multinazionali attratte – oltre che dal risparmio conseguibile dall'abbattimento del costo del lavoro – anche dalla presenza di personale con grado di scolarità elevata, con conoscenza della lingua inglese e preparazione tecnica adeguata. Alla progressiva diffusione nel sistema delle nuove tecnologie industriali, favorito dall'ingresso delle imprese straniere, si affianca la graduale liberalizzazione che interessa i settori tradizionali, come quello del tessile-abbigliamento (in particolare del cotone) che unitamente al settore della gioielleria genera oltre un terzo del totale delle esportazioni. Nel corso degli ultimi anni sta acquisendo sempre maggior peso il settore dell'*Information Technology* (IT): anche se attualmente il settore IT

⁴ Il paese rappresenta inoltre il maggior produttore e consumatore mondiale di tè, con una quota pari al 28% della produzione e al 15% del commercio mondiale. Le esportazioni agricole rappresentano mediamente il 15% delle esportazioni totali.

rappresenta poco più del 3% del PIL, si stima che tale quota sia destinata a raddoppiare entro il 2008 per effetto di tassi di crescita annui superiori 25%⁵.

I processi di mutamento strutturale appena descritti – realizzatesi anche a seguito delle riforme avviate negli anni '80 e proseguite nel corso degli anni '90⁶ – hanno prodotto una sostanziale accelerazione del processo di crescita (TAB. 2.2), soprattutto a partire dall'ultimo decennio del secolo scorso.

TAB. 2.2: La crescita dell'India

	Tasso medio annuo di crescita (%)		
	1951-1980	1981-1990	1991-2000
PIL	3,7	5,9	6,2
PIL pro-capite	1,5	3,8	4,4

Fonte: IMF (2003).

L'accelerazione della crescita indiana è riconducibile sia alla maggior crescita della produttività fattoriale totale – manifestatasi soprattutto nella seconda metà degli anni '90 quando raggiunge un tasso di variazione annuo pari al 2,7%, un valore triplo rispetto a quello registrato durante il periodo 1950-80 – che alla crescita degli investimenti in macchinari e attrezzature, che dopo il 1990 si sviluppano dell'8,9% all'anno⁷.

Da ultimo non va tralasciato l'impatto delle riforme sul grado di apertura verso l'estero. Il grado di apertura reale, inferiore al 10% sino agli inizi degli anni '80, raddoppia nell'arco di 20 anni (TAB. 2.3). Dopo il 1991, il livello

⁵ La città di Bangalore, solo 800.000 abitanti nel 1951 e circa sette milioni oggi, rappresenta nello stesso tempo il cuore ed il simbolo dell'industria dell'Information Technology indiana.

⁶ Per una precisa ricostruzione del timing delle riforme e dell'accelerazione del processo di crescita si rimanda a Birmani (2004), *India's Economic Growth: from Socialist Rate of Growth to Bharatiya Rate of Growth*.

⁷ Nel periodo 1965 e il 1980 gli investimenti invece crescono del 3,7% all'anno.

medio di protezione viene drasticamente diminuito; le forti riduzioni del livello delle tariffe imposte sulle importazioni favoriscono una forte crescita di queste ultime, che viene però quasi totalmente controbilanciata da una altrettanto decisa accelerazione nella crescita delle esportazioni (2,5 volte maggiore rispetto allo sviluppo dell'export durante gli anni '80). Peraltro non è da escludere che questa tendenza alla crescita dell'export si rafforzi ulteriormente in futuro. Sulla scia dell'analogo esperimento già brillantemente condotto in Cina, il governo indiano ha infatti creato delle *Export Processing Zones* (EPZ) – aree soggette a specifiche normative, destinate ad offrire infrastrutture di alto *standing* internazionale e godere di incentivi fiscali e finanziari, oltre che a tutte le facilitazioni procedurali previste per le zone commerciali in franchigia doganale.

TAB. 2.3: Le relazioni commerciali con l'estero

(valori %)	1970-1980	1980-1990	1990-2000
Tasso di crescita annuo delle importazioni non petrolifere	1,1	2,8	12,9
Tasso di crescita annuo delle esportazioni	4,6	4,0	10,7
Grado di apertura	9,8	12,7	19,3

Fonte: IMF (2003).

Dopo la crisi della bilancia dei pagamenti vissuta nel 1991 viene avviato anche un processo di liberalizzazione delle transazioni finanziarie; dapprima vengono rimossi i vincoli sugli afflussi riguardanti operazioni che utilizzavano strumenti azionari (IDE e flussi di portafoglio). Successivamente la liberalizzazione viene estesa alle operazioni riguardanti strumenti di debito e ai deflussi di capitale per investimenti in azioni estere. Anche se al momento attuale non si può ancora parlare di piena integrazione con il mercato dei capitali

internazionali, non è scorretto definire la rupia una moneta quasi convertibile⁸.

3. La congiuntura più recente

Nonostante la forte riduzione conosciuta dal peso del settore agricolo, il PIL indiano rimane ancora fortemente dipendente dalle performance del settore agricolo, a sua volta influenzato dall'andamento delle precipitazioni piovose: solo il 40% del terreno coltivato è infatti irrigato artificialmente. Alla luce di tale premessa diventa comprensibile l'andamento seguito dal PIL nel corso degli ultimi anni. Dopo aver registrato una crescita del 4,1% nel 2003, causata dalla peggiore siccità degli ultimi 15 anni⁹, la performance del 2004 è stata decisamente positiva, con una crescita pari all'8,2%. Le ultime indicazioni confermano il buon momento: nonostante il forte rialzo del prezzo del petrolio, del carbone e dell'acciaio, in marzo la produzione industriale in senso stretto è cresciuta del 7,2% tendenziale; nel complesso la crescita del PIL nei primi mesi del 2005 si è mantenuta prossima al 7% su base tendenziale. Diversi analisti – tra cui lo stesso IMF – si sono chiesti se questa accelerazione sia semplicemente frutto di una fase ciclica particolarmente favorevole trainata dalla domanda, oppure sia l'inizio di una nuova era di sviluppo caratterizzata da un maggior tasso di crescita di lungo periodo.

⁸ Ciò è dovuto al fatto che esistono ancora limitazioni alla possibilità per i residenti indiani di far defluire capitali verso l'estero; i controlli continuano ad essere stringenti soprattutto sui deflussi che non sono associati ad alcun afflusso di capitale estero. Inoltre ufficialmente la rupia non può essere utilizzata come mezzo di pagamento né come riserva di valore internazionale.

⁹ Il forte calo dell'attività agricola (-5,2%) si è ripercosso sul PIL indiano attraverso la contrazione dei redditi rurali e dei consumi.

L'analisi della dinamica inflazionistica lascia propendere per un effetto di domanda di natura ciclica. La rilevazione più recente dell'indice dei prezzi al consumo (aprile 2005) si è attestata al 4,9%, segnalando una moderata ripresa delle tensioni sui prezzi rispetto alla media del 2004, pari al 3,8%. A monte della filiera produttiva, le pressioni sono più consistenti in conseguenza dell'impatto più diretto esercitato dall'aumento dei costi delle materie prime industriali (ferro, acciaio, carbone e soprattutto petrolio). La variazione tendenziale dell'indice dei prezzi all'ingrosso si è attestata al 5,4%, comunque in calo dal picco dell'8,7% registrato nel mese di agosto 2004. L'azione della *Reserve Bank of India* ha contribuito a contenere le tensioni sui prezzi: dopo circa 4 anni di politica monetaria accomodante, a partire dal mese di ottobre 2004, l'autorità monetaria ha proceduto ad elevare in più riprese il tasso repo (5,0% a giugno). Al contrario, rimane decisamente indisciplinata la conduzione della politica fiscale: il deficit del settore pubblico è giunto al 10% del PIL, di cui il 60% dovuto a squilibri nei conti dello Stato Centrale e il rimanente 40% provocato dal deficit generato dai singoli stati membri dell'Unione. Neppure la recente introduzione dell'imposta sul valore aggiunto in ben 20 dei 29 Stati componenti l'Unione pare riuscirà a produrre dei significativi miglioramenti sul fronte delle entrate e del disavanzo.

Indicazioni coerenti con un quadro congiunturale orientato ad enfatizzare il peso della crescente domanda provengono anche dall'esame dei flussi di commercio estero. A partire dal 2004, l'aumento delle importazioni necessarie a soddisfare livelli di attività crescenti, in associazione con il vistoso aumento dei prezzi energetici, ha portato su valori negativi il saldo delle partite correnti, dopo tre anni di surplus. Il passivo commerciale si è attestato nello scorso

anno allo 0,6% del PIL, ma, secondo le previsioni elaborate dall'*Economist Intelligence Unit*, è destinato a crescere all'1,2% nell'anno in corso ed all'1,5% nel 2006, anche in relazione all'atteso calo delle esportazioni a fronte del rallentamento del ciclo economico mondiale. L'afflusso netto di capitali esteri ha comunque consentito di più che compensare il deficit di parte corrente. A fine 2004, la divisa locale ha toccato il massimo degli ultimi cinque anni, portandosi sotto quota 44 rupie contro dollaro, per poi stabilizzarsi su questo livello nel corso del 2005. A questo proposito non va dimenticato che – dopo la crisi del 1991, quando lo stock di riserve era arrivato ad un livello minimo compatibile con la copertura di sole due settimane di importazioni – l'India ha iniziato un processo di accumulazione di riserve che è andato ben oltre quanto richiesto dal tipico schema di accumulazione di riserve come forma di assicurazione (contro shock e attacchi speculativi). In realtà dietro l'accumulazione di riserve ufficiali, che sfiorano i 100 miliardi di dollari – pari al 20% di quelle cinesi –, c'è il mantenimento *de facto* di un regime di ancoraggio della rupia al dollaro (che dal 1995 sino al 2001 è diventato un *crawling peg*) che ha richiesto continui interventi sui mercati valutari da parte della Banca Centrale indiana in presenza dei suddetti, cospicui afflussi di capitale dal resto del mondo.

4. India vs China: similarità e differenze

La vicinanza geografica, la similarità nella dimensione della popolazione, unitamente alle analogie riguardanti il processo di sviluppo economico precedente l'avvio dell'attuale fase di liberalizzazione spingono naturalmente a comparare caratteristiche e *performances* dell'India a quelle dell'economia cinese.

Il ruolo del settore bancario e finanziario.

Il sistema bancario e finanziario costituisce uno degli elementi di maggior divergenza tra i due colossi asiatici. Lo stock di attività finanziarie di cui dispone l'India in relazione allo stock mondiale (circa lo 0,7%) o in relazione al proprio PIL (circa il 140%) sono decisamente inferiori ai valori registrati in Cina (rispettivamente pari al 4,3% e al 320%) in conseguenza di un tasso di risparmio decisamente più basso (24% in India da confrontarsi con un tasso di risparmio cinese superiore al 40%).

TAB. 2.4: Tasso di risparmio dell'India per classe di operatori

(valori %)	1991-1992	2001-2002
Tasso di risparmio	22,0	24,0
di cui:		
Settore pubblico	2,0	-2,5
Imprese private	3,1	4,0
Famiglie	16,9	22,5

Fonte: NCAER (2003).

Per converso alla minor dimensione del sistema finanziario indiano corrisponde un grado relativamente maggiore di efficienza¹⁰. In India, il risparmio viene mobilizzato anche (ma non solo) attraverso il sistema bancario. I depositi bancari costituiscono il 45% delle attività finanziarie

¹⁰ A questo proposito non va dimenticato che la minor efficienza del sistema finanziario cinese giocherebbe un ruolo cruciale nel recente *revival* del sistema di Bretton Woods. Secondo un'influente scuola di pensiero - che ha recentemente assimilato il regime di cambio fisso tra il renminbi cinese e il dollaro USA al regime di Bretton Woods - gli ingenti acquisti di titoli di Stato USA da parte della Banca Centrale cinese (necessari per il mantenimento del cambio fisso tra il Dollaro e il Renminbi) sarebbero funzionali al trasferimento di risorse finanziarie che verrebbero successivamente reinvestite in Cina da parte di intermediari finanziari USA decisamente più efficienti di quelli cinesi. In questo modo quindi la Cina aggirerebbe i limiti posti al suo processo di sviluppo da un sistema finanziario decisamente poco efficiente.

complessive (contro il 65% e oltre del sistema cinese); i prestiti bancari considerati inesigibili sono il 20% circa del credito erogato, un valore di gran lunga inferiore al 60% stimato con riferimento al sistema bancario cinese. Sul *Bombay Stock Exchange* – che rimane la più antica piazza finanziaria asiatica, fondata nel 1875 – sono quotate numerose società. Per di più a partire dal 1994 sono iniziate le attività del *National Stock Exchange of India* che nel giro di poco tempo ha assunto una posizione preminente come capacità di raccolta del capitale di rischio. Al contrario, sulle piazze azionarie cinesi (come quelle di Shangai e Shenzhen) le società quotate sono in numero ancora assai limitato (circa un quarto di quelle indiane) e sono per lo più costituite da *state owned enterprises*, che sono in attesa di essere privatizzate. Ciò fa sì che la quota di azioni sul totale delle attività finanziarie indiane abbia raggiunto il 33% circa, 8 punti percentuali in più rispetto al peso delle azioni cinesi sul totale delle attività finanziarie di quel paese. La quota residua dello stock di attività è rappresentata da titoli di debito, emessi quasi esclusivamente dall'operatore pubblico. In entrambe le economie il mercato delle obbligazioni corporate è infatti poco sviluppato. Tuttavia va sottolineato che secondo il programma del governo Singh, a partire dall'anno in corso dovrebbero prendere l'avvio diverse iniziative miranti a sviluppare fortemente proprio il mercato dei *corporate bond*, contribuendo in tal modo a migliorare il processo di raccolta di capitale per le imprese e a diminuire ulteriormente il peso del comparto bancario all'interno del sistema finanziario indiano.

Multinazionali e IDE. In linea di principio lo scarso risparmio indiano – che limita la capacità di investimento domestico – potrebbe essere

compensato da cospicui afflussi di capitali esteri, soprattutto attraverso il canale degli Investimenti Diretti Esteri (IDE). Indagini recenti dimostrano che l'India è considerata dalla gran parte dei manager/imprenditori la seconda area più importante (dopo la Cina) ove destinare i flussi di IDE. In realtà la capacità attrattiva del sistema economico indiano è stata sinora assai ridotta. Secondo l'ultimo *World Investment Report*, nel 2003 sono affluiti in India IDE per l'0,9% del PIL, un volume pari ad un quarto degli analoghi afflussi registrati dalla Cina (3,7% del PIL). Conseguentemente il contributo degli IDE alla formazione del capitale fisso indiano è stato modesto (4% circa) soprattutto se paragonato al peso che questi hanno invece avuto nella formazione del capitale fisso lordo cinese (12%).

Cosa spiega la scarsa performance indiana in questo particolare ambito? Gli analisti hanno sottolineato (anche se in modo non sempre chiaro e condivisibile) la rilevanza di diversi elementi. *In primis*, un certo scetticismo che il mercato internazionale dei capitali nutre ancora oggi rispetto alle riforme *pro-business* (ma non ancora del tutto *pro-market*) che il governo indiano ha sostanzialmente realizzato solo dopo il 1991. Tuttavia questa argomentazione è poco convincente considerando che il sistema economico cinese non brilla certo per trasparenza e per rispetto delle regole. In secondo luogo, è stato notato come l'India – benché sia una democrazia da ormai diversi decenni – rimanga ancora oggi divisa da lotte religiose ed etniche che contribuiscono a generare incertezza che tende ad allontanare gli investitori esteri. Ma anche questa è un'argomentazione poco convincente una volta considerato che a dieci anni di distanza dall'avvio della *open door policy* la Cina è stata protagonista dei famosi fatti di sangue di Tien An Men (1989) che avrebbero

dovuto disincentivare per lungo tempo l'attività di Investimento Diretto Estero. Poco convincente è anche l'argomentazione fondata sulla presenza in India di un *Foreign Investment Promotion Bureau* senza la cui approvazione preventiva sarebbe impossibile acquisire il controllo delle società operanti in alcuni settori. In realtà ciò avveniva abbastanza diffusamente solo in passato e solo in alcuni (limitati) settori¹¹; inoltre il regime giuridico sugli IDE in India è assai meno restrittivo di molti altri paesi asiatici (tra cui la stessa Cina).

I fattori che in concreto spiegano l'*under-performance* indiana in termini di IDE sono invece lo scarso livello e qualità delle infrastrutture¹²; i vincoli – ancora oggi presenti, nonostante le riforme – emanati da una burocrazia assai pesante¹³; una fiscalità elevata unita ad un mercato del lavoro assai rigido, caratterizzato da una legislazione fortemente orientata alla protezione dei posti di lavoro. Da ultimo non va dimenticato il diverso tipo di migrazione che ha contraddistinto le due economie. La diaspora indiana si è dimostrata poco disponibile a reinvestire all'interno dell'economia nativa. Stime recenti mostrano che solo il 10% dei capitali stranieri che affluiscono in India sono dovuti ad operazione svolte da indiani emigrati

¹¹ In alcuni settori - come quello energetico, trasporti di massa, stradale, porti e navigazione, farmaceutico, alberghiero e turismo - un investitore estero può detenere il 100% del capitale azionario senza dover sottostare a controlli effettuati dal Governo e/o da agenzie di sua emanazione.

¹² Ad esempio l'India, assai più della Cina, soffre per via di una strutturale carenza nella produzione e nella distribuzione di energia elettrica: metà del paese non ha ancora oggi accesso alla rete elettrica.

¹³ Per avviare un'attività di business sono infatti necessari 89 giorni (contro 41 in Cina); per realizzare l'applicazione dei contratti vengono impiegati 425 giorni, 140 giorni in più del resto del mondo; infine le procedure di bancarotta richiedono per il loro espletamento 10 anni (contro i 2,5 anni in Cina).

all'estero. Al contrario la diaspora cinese è stata in gran parte costituita da soggetti che – una volta raggiunta una certa ricchezza – si sono mostrati disponibili a rimpatriare il capitale accumulato. A tale proposito basterà ricordare che nei primi anni successivi l'inizio della *open door policy* oltre due terzi degli investimenti diretti realizzati in Cina provenivano da cinesi emigrati ad Hong Kong, Macao, Taiwan che avevano mantenuto degli stretti legami con la madre patria.

Il ruolo dei servizi: l'India come ufficio del mondo. Il minor sviluppo del mercato dei capitali domestico, unitamente al ridotto afflusso di IDE, contribuisce a spiegare il minor tasso di investimento (in macchinari, attrezzature e edilizia) registrato dall'economia indiana, che nel corso degli ultimi anni è stato di poco superiore al 20%, quasi la metà del tasso d'investimento cinese (superiore al 40% in quota di PIL).

La minore attività d'investimento è un elemento chiave per comprendere un ulteriore elemento di sostanziale differenza tra Cina e India, riguardante la divisione internazionale del lavoro: l'India è sempre più vicina ad essere considerata "l'ufficio del mondo", per effetto di investimenti – per lo più realizzati all'interno del settore dei servizi alle imprese (dovuti spesso a fenomeni di *outsourcing* e *offshoring*) a minor intensità capitalistica, dove un ruolo cruciale viene invece svolto dall'impiego di manodopera qualificata. Diversamente la Cina tende ad essere assimilata alla "fabbrica del mondo"¹⁴, come risultato della notevole attività di investimento in capitale fisico - realizzatasi

¹⁴ Anche la specializzazione all'interno dell'*Information Technology* confermerebbe questa differenza: mentre la Cina si è specializzata nella produzione di *hardware*, l'India eccelle nella realizzazione di *software*.

soprattutto all'interno del manifatturiero e dell'industria pesante e che ha condotto il settore industriale a registrare i più elevati tassi di sviluppo (+13,6% come tasso medio annuo nel decennio 1991-2000, rispetto ad una crescita media del PIL vicina al 10%).

I risultati raggiunti nel settore dei servizi da parte dell'economia indiana sono stati davvero notevoli. Rispetto ai paesi in via di sviluppo-emergenti con un livello di reddito pro-capite simile, il settore dei servizi indiano è assai più sviluppato e paragonabile a quello di un paese a medio-reddito¹⁵. La disaggregazione del tasso di crescita del PIL per grandi comparti (TAB. 2.5) dimostra come il settore dei servizi sia diventato inequivocabilmente il motore della crescita indiana, contribuendo per quasi due terzi alla crescita del PIL nell'ultimo decennio.

TAB. 2.5: Crescita del PIL indiano, scomposizione per settori

	Tasso medio annuo di crescita (%)		
	1951-1980	1981-1990	1991-2000
Agricoltura	2,1	4,4	3,1
Industria	5,3	6,8	5,8
Servizi	4,5	6,6	7,5
PIL	3,7	5,9	6,2

Fonte: Gordon e Gupta (2003).

La forte crescita dei servizi ha iniziato a manifestarsi nel corso degli anni '80 per accelerare ulteriormente nel decennio successivo. Ciò che costituisce un aspetto interessante non è tanto il cambiamento strutturale in sé – che conferma uno dei classici fatti stilizzati dei processi di crescita: la terzarizzazione delle economie via via più ricche – quanto la rapidità e le condizioni iniziali (in termini di reddito) a partire dalle quali il fenomeno si è manifestato.

¹⁵ Per converso il settore dei servizi in Cina tende ad essere sottodimensionato rispetto a quello di paesi aventi un simile grado di sviluppo.

Nell'opinione di molti il forte sviluppo conosciuto dai servizi indiani sarebbe il frutto di una vera e propria rivoluzione realizzata nel settore IT. Non a caso le attività di servizio più dinamiche sono state soprattutto quelle nel campo del software e dei servizi ad alta intensità di information technology (quali ad esempio i *call center*, i servizi finanziari e servizi di consulenza, anche in campo medico¹⁶) erogati a favore delle imprese a seguito dell'attività di *splintering* del settore industriale¹⁷. Viceversa i servizi nel campo dei trasporti, dell'immobiliare e della Pubblica Amministrazione hanno conosciuto una dinamica in linea con quella degli anni precedenti. Dal momento che è lecito immaginare che nel futuro più prossimo l'attività di *splintering* proseguirà – non solo all'interno dell'economia indiana ma anche e soprattutto nel resto del mondo da cui proviene una domanda elevata di esportazioni di servizi indiani, cresciuti del 15% in media d'anno durante gli anni '90 – è assai probabile che il *trend* favorevole seguito dai servizi indiani nell'ultimo decennio possa ulteriormente rafforzarsi¹⁸.

Questo *trend* sarebbe tanto più importante quanto più lo sviluppo di tale settore contribuisse intensamente all'impiego di manodopera. In realtà la quota degli occupati nei servizi è

¹⁶ Sono sempre più diffusi i casi di strutture sanitarie USA che inviano tramite e-mail lastre radiografiche in India dove viene svolta a costi assai contenuti la diagnosi, oppure quello ancor più eclatante del British National Health Service che da diverso tempo invia campioni di sangue in India per ottenere analisi e referti a costi considerevolmente più bassi di quelli britannici.

¹⁷ Con questo termine coniato da Bhagwati si identifica il crescente ricorso da parte delle imprese industriali a servizi erogati da specialisti esterni all'impresa che sostituiscono i servizi originariamente prodotti all'interno della stessa impresa.

¹⁸ Su tale risultato influirà anche il mantenimento di un'elevata elasticità della domanda di servizi rispetto al reddito.

addirittura diminuita nel corso degli ultimi anni dopo aver raggiunto il picco del 24,4% all'inizio degli anni '90. La spiegazione di questo fatto – che risulta in controtendenza con l'esperienza di molti altri paesi in via di sviluppo ed emergenti in cui la quota degli occupati nei servizi tende a crescere più velocemente della quota del valore aggiunto, esprimendo una tendenza alla produttività decrescente – è invece la crescente produttività del lavoro nei servizi indiani che sarebbe sua volta determinata non dalla maggiore intensità di capitale, quanto dall'utilizzo di manodopera qualificata.

Forza lavoro e educazione. L'impiego di manodopera qualificata nel settore dei servizi rappresenta un altro aspetto controverso della realtà indiana, che mette in evidenza un ulteriore elemento di differenza rispetto all'economia cinese. Infatti in India – nonostante la politica scolastico-formativa ormai in corso da diversi decenni¹⁹ – il tasso di analfabetismo rimane ancora elevato (35% circa agli inizi dell'anno 2000)²⁰, decisamente più alto di quello cinese. Nel corso degli anni '90 si è manifestato un significativo incremento nel tasso di iscrizione alla scuola primaria (passato dall'82 al 95% in media nazionale, grazie anche al forte incremento del grado di scolarizzazione registrato all'interno delle regioni settentrionali

tradizionalmente più arretrate come Rajasthan, Uttar Pradesh e Madhya Pradesh) ma solo il 50% di tutti i bambini indiani è stato in grado di completare il ciclo primario di istruzione. Contemporaneamente però il tasso di iscrizione alla scuola terziaria (livello universitario) è quasi raddoppiato, passando dal 5,3% al 9% della popolazione. Alla fine del 2001 l'8% della popolazione con età compresa tra i 25 e i 34 anni aveva ottenuto un titolo universitario, contro il 5% registrato in Cina.

5. Sorpasso indiano o tandem asiatico?

Can India overtake China? E' questa la provocatoria domanda posta di recente in un articolo ormai famoso²¹. In realtà la domanda è più profonda e sottintende quale modello di sviluppo sia vincente nel lungo periodo: quello (cinese) fondato su cospicui afflussi di capitale estero realizzati attraverso ingenti IDE, sullo sviluppo di attività industriali che si poggiano sull'utilizzo di fattori *hard* (come le infrastrutture fisiche, quali strade e porti), su un mercato del lavoro fortemente deregolato e su una crescente apertura commerciale verso l'estero²²; oppure quello (indiano) incentrato sullo sviluppo di attività imprenditoriali domestiche²³, sullo sfruttamento di fattori *soft*

¹⁹ Tale politica ha conosciuto una notevole accelerazione nel corso degli anni '90 quando la popolazione indiana è passata da 840 milioni a quasi 1 miliardo di abitanti.

²⁰ Attualmente l'India sta vivendo l'ultima fase di un lungo progetto di educazione della popolazione, inizialmente fondato sulla formazione di elite - avviato con l'indipendenza del paese nel 1947 - proseguito con la definizione dell'educazione primaria come priorità nazionale - a partire dal 1986 - e definitivamente rilanciato nel 2001 con la definizione del programma di scolarizzazione elementare universale.

²¹ L'articolo in questione è *Can India Overtake China?* scritto da T.Khanna (indiano) e Y.Huang (cinese) e pubblicato su *Foreign Policy* del luglio 2003.

²² La Cina che ancora nel 1990 aveva una quota dell'export e dell'import mondiale pari all'1,9 e all'1,6%, nel 2003 aveva raggiunto il 5,8 e il 5,3%; nel complesso il grado di apertura dell'economia cinese è superiore al 40%, con un aumento del 70% realizzato nel corso degli anni '90.

²³ In effetti una delle differenze più straordinarie tra i due grandi emergenti asiatici sta proprio nella (quasi) assoluta mancanza di grandi imprese cinesi che contrasta con la presenza di una certa capacità imprenditoriale domestica manifestatasi all'interno

(quali *assets* intangibili dovuti al know-how)²⁴, fortemente incentrato sullo sviluppo di servizi, più che sull'avvio di un rapido processo di industrializzazione e in parte ostacolato dalla rigidità del mercato del lavoro?

La risposta è ovviamente tutt'altro che semplice e dipende dalla considerazione di diversi elementi. In ambito economico non va esclusa la possibilità che il futuro dell'India non sia esclusivamente incentrato sulla produzione ed esportazione di servizi. I dati più recenti mostrano infatti una notevole dinamica della produzione e dell'esportazioni registrata anche da comparti industriali – quali quello automobilistico e farmaceutico – che si è accompagnata ad una notevole crescita degli investimenti: negli ultimi due anni il tasso di investimento indiano è infatti cresciuto di oltre 4 punti percentuali. D'altro canto non vanno dimenticati neppure i fattori politici. Ad esempio l'eventuale passaggio ad un sistema democratico in Cina potrebbe rappresentare un importante punto di svolta in questa immaginaria competizione tra paesi/sistemi. Il regime centralizzato e fondato sul partito unico ha sinora facilitato l'introduzione (autoritaria) delle riforme necessarie per avviare il processo di sviluppo cinese; tuttavia, non si può escludere che questo stesso sistema diventi insostenibile nel lungo periodo

del sub-continente indiano. Ad esempio questo è il caso di grandi imprese operanti nel settore del software (*Infosys e Wipro*) o in quello farmaceutico e dello biotecnologie (*Ranbaxy e Dr.Reddy Labs*). A ciò si aggiunga che ancora due anni fa nella classifica stilata da Forbes riguardante le 200 migliori piccole imprese comparivano ben 13 società indiane a fronte di sole 4 società cinesi.

²⁴ Elaborazione di software e produzioni nel campo delle biotecnologie sono alcuni possibili esempi di attività realizzate grazie al *know-how*.

proprio in conseguenza del crescente tenore di vita ottenuto grazie alla forte crescita. Qualora l'attuale sistema mono-partitico venisse abbandonato è difficile immaginare cosa potrà accadere allo sviluppo economico cinese.

Nel caso in cui l'India accelerasse nel suo processo di sviluppo potrebbe invertire a suo favore le più recenti tendenze registratesi sul fronte della dinamica del PIL. Agli inizi degli anni '50 il reddito pro-capite indiano era del 40% più elevato di quello cinese. A metà degli anni '70, il reddito pro-capite indiano e cinese erano sostanzialmente uguali (pari al 5% di quello USA). Oggigiorno la situazione è mutata a favore della Cina che vanta un reddito pro-capite doppio rispetto a quello indiano (e pari al 15% di quello USA)²⁵. Tuttavia secondo diversi scenaristi, nei prossimi 30-50 anni l'economia che potrà vantare il più elevato potenziale di crescita è proprio quella indiana, il cui reddito naturale potrebbe crescere in termini reali ad un tasso medio annuo del 5%²⁶. Qualora si avverasse questa previsione si verrebbe a produrre un nuovo sorpasso che riporterebbe in testa l'India in questa peculiare graduatoria e che confermerebbe una volta di più la logica del "*catching up*,

²⁵ Sotto questo punto di vista la performance cinese non è molto diversa da quella che ha registrato il Giappone tra gli anni '50 e i primi anni '70, Taiwan tra gli anni '60 e i primi anni '80 e la Corea del Sud tra la prima metà degli anni '60 e l'inizio degli anni '90: in tutti questi casi infatti il processo di *catching up* nei confronti del paese leader è stato molto intenso e rapido.

²⁶ Non va dimenticato che questa proiezione è stata prodotta pur tenendo conto dell'attuale scarso livello di infrastrutture, della povertà esistente - circa il 35% della popolazione indiana vive ancora oggi con meno di un dollaro al giorno, una quota esattamente doppia a quella cinese - e della diffusa condizione di malnutrizione di buona parte della popolazione, che riguarda circa 220 milioni di persone.

*forging ahead and falling behind*²⁷ tra le nazioni.

D'altro canto non andrebbe neppure esclusa la possibilità che nel tempo si sviluppino rapporti sempre più intensi tra i due colossi asiatici che – dopo aver vissuto per secoli una condizione di notevole interdipendenza, anche culturale – negli ultimi decenni sono rimasti sostanzialmente estranei l'uno all'altro²⁸. Recentemente sono stati sottoscritti accordi volti ad aumentare i legami economico-finanziari, sviluppando in modo particolare gli scambi commerciali (che nel corso degli ultimi 5 anni sono più che triplicati al punto da far sì che la Cina sia diventato il secondo partner commerciale dell'India), che metterebbero a frutto le complementarità tra i due sistemi, sfruttandone

i vantaggi comparati. Attraverso il commercio internazionale la forte crescita del terziario indiano compenserebbe la sostanziale stagnazione dei servizi cinesi; d'altro canto il forte sviluppo industriale cinese potrebbe compensare la (sinora) relativamente scarsa dinamicità dell'industria indiana.

Chi sopporterà il costo di questa nuova alleanza? Ovviamente i problemi maggiori sorgerebbero per i paesi più industrializzati: già spiazzati sul fronte manifatturiero dalla Cina, si troverebbero a fronteggiare la crescente concorrenza indiana sul fronte dei servizi – anche di quelli a più alto valore aggiunto (come i servizi erogati in campo medico, legale e ingegneristico) e non più solo di quelli appartenenti alla fascia bassa nella catena di creazione del valore (come *call centers* e *data processing*).

²⁷ Con questa definizione si sintetizza la possibilità per un sistema economico di raggiungere (*catching up*), sorpassare (*forging ahead*) o arretrare (*falling behind*) rispetto ai livelli più elevati di reddito goduti dai paesi più ricchi.

²⁸ Il punto di minimo (assoluto) nelle relazioni tra India e Cina viene raggiunto subito dopo il conflitto bellico scoppiato nel 1962; più recentemente un altro punto di minimo (relativo) viene toccato nel 1998 all'indomani della decisione indiana di condurre dei test su ordigni nucleari.



3. SULLA MISURAZIONE DEL GRADO DI CONCORRENZA DELL'INDUSTRIA BANCARIA ITALIANA¹

L'industria bancaria italiana ha sperimentato a partire dai primi anni novanta un significativo processo di consolidamento. Analogamente a quanto avvenuto in precedenza negli Stati Uniti ed in altri paesi europei, il numero complessivo di imprese bancarie operanti nell'industria si è ridotto, con un contestuale aumento della dimensione media delle banche. La ristrutturazione del settore bancario in Italia si è, tuttavia, distinta per la presenza di dinamiche differenziate a livello territoriale e per una netta separazione geografica tra banche attive e banche passive. Questo capitolo, partendo da una breve descrizione di tale processo di consolidamento, si propone di illustrarne le implicazioni dal punto di vista dell'assetto concorrenziale dell'industria attraverso l'applicazione ai mercati bancari regionali delle più comuni metodologie di misurazione del grado di concorrenza.

1. Il processo di concentrazione nell'industria bancaria italiana

Un tentativo di quantificazione del processo di trasformazione, intervenuto sui mercati bancari italiani con l'esaurirsi della politica di regolazione, può essere condotto attraverso l'elaborazione delle informazioni rese disponibili dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato per il periodo compreso tra il 1990 ed il 2000. La TAB 3.1 sintetizza le operazioni di acquisizione e fusione effettuate sui mercati bancari regionali in Italia nel decennio 1990-

¹ Il presente lavoro costituisce un estratto del *paper* "La misurazione del grado di concorrenza: una applicazione all'industria bancaria italiana" di Serena Caroppo, Luca Colombo e Gilberto Turati in corso di pubblicazione su *Quaderni del Laboratorio di Analisi Monetaria*, n. 17, Milano, 2005.

2000, illustrando la localizzazione geografica di soggetti attivi e passivi.

TAB. 3.1: Operazioni di fusione e acquisizione condotte sui mercati regionali (1990-2000)

	Regioni	Banche attive	Banche passive
Nord	Valle Aosta	-	-
	Piemonte	8	9
	Lombardia	65	26
	Trentino A.A	1	3
	Friuli-VG	-	11
	Veneto	48	20
	Liguria	9	4
Emilia R.	54	19	
Centro	Toscana	9	9
	Umbria	1	7
	Marche	6	7
	Lazio	4	10
Sud	Abruzzo	-	8
	Molise	-	3
	Campania	-	14
	Puglia	4	16
	Basilicata	1	6
	Calabria	-	11
	Sicilia	2	28
Sardegna	2	3	
	Totale n.	214	214

Fonte: bollettini settimanali della AGCM;

Note: I dati non includono le operazioni infra-gruppo che, per definizione, non hanno un impatto sull'assetto concorrenziale dell'industria. Allo stesso modo, non sono state considerate le operazioni che hanno coinvolto grandi gruppi bancari (sia come parte attiva, sia come parte passiva), data l'assenza di una specifica connotazione regionale della loro attività. Ai fini dell'attribuzione di un istituto di credito ad una particolare regione, si è considerato in primo luogo il criterio della numerosità degli sportelli e, in subordine, il criterio della sede legale.

Il primo dato che emerge con evidenza è la prevalente localizzazione delle banche attive nelle regioni del Nord: le operazioni di concentrazione effettuate da gruppi bancari situati nell'area settentrionale sono state 185 (l'86,5% del totale). Lombardia, Emilia Romagna e Veneto si sono mostrate particolarmente attive, con il 78% delle operazioni complessive.

La distribuzione dei soggetti passivi si è rivelata maggiormente uniforme: il 43% delle acquisizioni è stato condotto nelle regioni settentrionali; in 33 casi (il 15% del totale),

hanno interessato il Centro; 89 operazioni (42%) hanno avuto come *target* il mercato meridionale. Nello specifico, i dati segnalano una presenza rilevante di banche passive sui mercati della Sicilia, della Lombardia, del Veneto e dell'Emilia ed un numero di operazioni di concentrazione significativo anche sui mercati pugliese e campano.

TAB. 3.2: Mercati *target* delle iniziative di concentrazione

Localizzazione dei soggetti attivi	Mercati contigui	Altri mercati	Mercati meridionali
Piemonte	3	1	4
Lombardia	31	11	22
Trentino A.A.	1	-	-
Veneto	33	6	9
Liguria	2	2	5
Emilia R.	14	5	35
Toscana	6	1	2
Umbria	1	-	-
Marche	6	-	-
Lazio	2	-	2
Puglia	4	-	-
Basilicata	-	1	-
Sicilia	2	-	-
Sardegna	2	-	-
Totale	107	27	80

Fonte: Elaborazioni su dati AGCM.

Particolare attenzione merita il quadro delle relazioni tra mercati di origine e di destinazione delle iniziative di espansione. I dati disponibili evidenziano l'esistenza di due dinamiche distinte nel processo di concentrazione (TAB. 3.2 che classifica le operazioni in relazione ai mercati di destinazione): da un lato, le acquisizioni hanno interessato (nel 50% dei casi) istituti localizzati nello stesso mercato di appartenenza del soggetto attivo o in mercati geografici contigui (*in-market merger*); dall'altro lato, obiettivo delle iniziative di consolidamento sono stati i mercati meridionali (nel 37,4% dei casi), ossia mercati geograficamente distanti e differenti nelle condizioni macroeconomiche da quelli di

prevalente localizzazione dei soggetti attivi. Rilevante è il caso delle banche lombarde, mostratesi particolarmente attive sul mercato siciliano, e degli istituti emiliano-romagnoli, impegnati su tutti i mercati meridionali.

La diversa collocazione (almeno in parte) dei soggetti attivi e di quelli passivi è coerente con l'ipotesi di un sistema bancario caratterizzato da differenziali di efficienza marcati, con le banche operanti al Nord attive, impegnate ad intercettare un mercato dell'intermediazione crescente nel Mezzogiorno (e favorite dalla Banca d'Italia interessata ad una relazione competitiva in grado di condurre ad un assetto più efficiente nel sistema creditizio meridionale) e le banche operanti al Sud tipicamente passive (o, quando attive, semplicemente interessate a strategie di rafforzamento sui mercati locali).

Infine, si rileva come la maggior parte delle operazioni abbia avuto luogo nella seconda metà degli anni novanta, con una percentuale sul totale del decennio pari al 71% (TAB. 3.3) e con la quasi totalità delle operazioni nel Friuli, in Toscana, nelle Marche, in Abruzzo, nel Lazio, in Campania, nella Basilicata e in Calabria.

TAB. 3.3: Distribuzione temporale delle operazioni di fusione e acquisizione

Localizzazione dei soggetti passivi	1990-1995	1995-2000
Nord	32	60
Centro	10	23
Sud	21	68
Totale	63	151

Fonte: Elaborazioni su dati AGCM.

L'obiettivo di valutare i mutamenti nelle condizioni concorrenziali derivanti dal processo espansivo brevemente descritto, che ha coinvolto diversi gruppi bancari italiani, si scontra con il problema della sostanziale assenza di una metodologia standardizzata e comunemente accettata per la misurazione del potere di



mercato all'interno di un'industria. Se è semplice definire, dal punto di vista teorico, un mercato di concorrenza perfetta (riferendosi al comportamento *price-taking* delle imprese che operano in un mercato) e caratterizzarne gli esiti dal punto di vista del benessere collettivo, ben più complessa risulta essere l'operazione dal punto di vista empirico. Molteplici sono infatti le metodologie proposte nella letteratura economica applicata per misurare il *grado* di concorrenza di un mercato: si va dagli indici di concentrazione allo studio della mobilità delle quote di mercato; dalla statistica di Panzar e Rosse, fondata sulla relazione tra ricavi e prezzi degli input, alla stima di veri e propri modelli strutturali proposti nell'ambito della *New Empirical Industrial Organization* - metodologie differenti in funzione dell'approccio adottato ed in relazione agli specifici elementi considerati nella definizione di mercato concorrenziale. Una breve rassegna delle principali misure è proposta di seguito, in *Appendice* (cfr. paragrafo 4).

La letteratura che si è concentrata sulle dinamiche e sugli esiti del processo di consolidamento dell'industria bancaria italiana (Bikker e Haaf, 2002, Cetorelli e Violi, 2002, Angelini e Cetorelli, 2000, Claessens e Laeven, 2003, per citare alcuni esempi) ha variamente impiegato le comuni metodologie per la misurazione del grado di concorrenza dei mercati bancari, pervenendo a conclusioni non univoche. Mentre l'incremento degli indici di concentrazione e la statistica di Panzar e Rosse definiscono il mercato bancario italiano poco concorrenziale, l'andamento decrescente delle misure di redditività e la stima del comportamento delle banche con modelli strutturali suggeriscono al contrario un incremento nel livello di concorrenza. Le indicazioni contrastanti derivate dagli indici tradizionali potrebbero essere spiegate partendo dal mutamento tecnologico

che ha caratterizzato l'industria, aumentando la dimensione minima efficiente di impresa. Un incremento della concentrazione dell'industria bancaria, favorendo una maggiore efficienza dimensionale, avrebbe pertanto indotto margini di profitto inferiori in presenza di un sufficiente grado di concorrenza. Questa interpretazione suggerisce l'importanza di valutare la relazione tra consolidamento di un'industria e grado di concorrenza considerando il ruolo assoluto da variabili specificamente riferite al mercato considerato. In questo senso, anche fattori istituzionali e condizioni macroeconomiche potrebbero aver influenzato in modo determinante l'esito del processo di concentrazione dell'industria bancaria in Italia: processo delineatosi in modo differente, e con implicazioni diverse per i singoli mercati locali.

2. Concentrazione, redditività e concorrenza nei mercati bancari regionali

La marcata connotazione territoriale del processo di ristrutturazione che ha interessato l'industria bancaria italiana nel corso degli anni '90 rende utile la considerazione di dati disaggregati, ossia di informazioni relative ai singoli mercati bancari regionali. A tal fine, può essere utile condurre un semplice esercizio di misurazione dell'assetto concorrenziale dei mercati delle diverse regioni, e dei relativi mutamenti intervenuti tra la seconda metà degli anni novanta e l'inizio del decennio successivo. L'elaborazione dei dati pubblici forniti dalla Banca d'Italia consente di valutare il grado di concorrenza nell'industria bancaria attraverso due tra le metodologie *tradizionali* applicate nella letteratura: gli indici di concentrazione (calcolati sulla base del numero degli sportelli bancari) e le misure di *mark-up* e *mark-down*

(una *proxy* del margine prezzo-costi sui mercati degli impieghi e della raccolta).

La concentrazione dei mercati regionali.

Utilizzando gli sportelli bancari come approssimazione delle quote di mercato dei singoli gruppi, è possibile misurare il livello di concentrazione attraverso l'indice di Herfindhal-Hirschman (*Indice HH*), definito come la somma delle quote di mercato, al quadrato, di tutte le imprese operanti nell'industria, calcolato per i mercati locali in ciascuna regione nel periodo dal 1995 al 2002 (TAB. 3.4).

TAB. 3.4: *Indice HH* calcolato sul numero delle filiali dei gruppi bancari nelle singole regioni

Regioni	1995	1998	1999	2000	2002
Valle Aosta	1.830	1.930	1.870	1.810	1.680
Piemonte	760	930	1.000	1.000	930
Lombardia	440	500	690	690	630
Trentino AA	290	310	350	350	360
Friuli-VG	620	650	940	1.080	1.040
Veneto	620	900	980	950	950
Liguria	1.100	1.120	1.300	1.510	1.380
Emilia R.	570	560	610	620	610
Toscana	1.580	1.350	1.390	1.360	1.290
Umbria	840	790	1.010	1.060	1.250
Marche	1.020	1.140	1.100	1.090	990
Abruzzo	690	660	670	770	860
Molise	1.560	1.430	1.380	1.260	1.250
Lazio	1.200	1.030	1.040	990	920
Campania	1.220	1.130	1.120	1.280	1.130
Puglia	660	730	830	910	690
Basilicata	1.330	1.340	1.340	1.340	1.000
Calabria	1.530	1.510	1.790	1.750	1.030
Sicilia	780	1.370	1.510	1.370	1.230
Sardegna	3.500	4.850	4.810	4.740	4.430
Nord-Ovest	409	491	667	677	630
Nord-Est	274	427	583	628	624
Centro	633	577	608	636	628
Sud	672	684	757	840	695
Isole	674	1.126	1.239	1.162	1.077

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

Note: Ai fini del calcolo degli indici di concentrazione del mercato bancario, il numero degli sportelli rappresenta l'unico dato disponibile per i ricercatori esterni alla Banca d'Italia.

Si ricorda, innanzitutto, l'aspetto peculiare del processo di consolidamento dell'industria bancaria in Italia, con banche attive nel processo di acquisizione principalmente localizzate nel nord del paese e banche target localizzate sia nelle stesse regioni, sia nelle regioni meridionali. Le due tipologie di operazioni hanno conseguenze diverse in termini di concentrazione dei mercati: le operazioni che coinvolgono imprese operanti sugli stessi mercati (*in-market*) conducono ad un incremento a livello regionale degli indici di concentrazione, mentre le operazioni che interessano imprese operanti su mercati geograficamente distanti (*out-of-market*) lasciano tali indici sostanzialmente invariati, a meno che l'acquirente non sia già operante sul mercato della banca target. Sulla variazione dei livelli di concentrazione incidono anche i processi di entrata che, in questa sede, non vengono descritti.

La valutazione degli indici di concentrazione può essere condotta seguendo la logica espressa dalle linee guida delle autorità antitrust (definendo quindi il grado di concentrazione dei mercati sulla base del superamento o meno di una certa soglia), considerando il livello degli indici tra il 1995 ed il 2002 e la misura della variazione nei relativi valori. La definizione di valori-limite, nella pratica delle autorità *antitrust*, si accompagna infatti alla valutazione della misura dell'incremento dell'indice a seguito dell'operazione oggetto di indagine. La preoccupazione per la violazione delle regole di concorrenza non dipende infatti unicamente dal livello di concentrazione del mercato, ma anche da quanto lo stesso livello aumenti, migliorando la possibilità di esercizio del potere di mercato. Richiamando le linee-guida dell'autorità *antitrust* statunitense, ulteriori indagini relativamente all'operazione di concentrazione, si renderebbero necessarie solo qualora l'*Indice*

HH (*IHH*) fosse superiore a 1800, con una variazione successiva all'operazione superiore a 100 punti. Al contrario, non sussisterebbero i presupposti per la verifica di una violazione della concorrenza qualora: 1) *IHH* calcolato *dopo* la concentrazione fosse compreso tra 1.000 e 1.800 e l'incremento prodotto dalla concentrazione nel valore dell'indice fosse inferiore a 100; 2) *IHH dopo* la concentrazione fosse superiore a 1.800 con un aumento dell'indice indotto dalla concentrazione inferiore ai 50 punti. Per le Autorità antitrust europee, invece, non sarebbero necessarie analisi approfondite con *IHH successivo* alla concentrazione: 1) compreso tra 1.000 e 2.000, con un incremento dell'indice inferiore a 250; 2) superiore a 1.800 con un aumento inferiore ai 150 punti.

Sulla base della classificazione proposta nelle *Horizontal Mergers Guidelines* risultavano, al 2002, non concentrati i mercati di Piemonte, Lombardia, Trentino, Veneto, Emilia, Marche, Abruzzo, Lazio e Puglia. I restanti mercati si configuravano come moderatamente concentrati, con l'unica eccezione della Sardegna che, con un valore dell'*Indice HH* pari a 4.430 nel 2002, risultava essere un mercato altamente concentrato e con un grado di concentrazione significativamente più elevato del livello medio degli altri mercati regionali. Il mercato meno concentrato, al 2002, era quello del Trentino; bassi livelli di concentrazione caratterizzavano anche il mercato lombardo e quello emiliano. Tra le regioni meridionali, la Puglia presentava il minor livello di concentrazione.

Considerando l'andamento dell'indice nel periodo 1995-2002, si delinea una tendenza pressoché uniforme ad un incremento nei livelli dell'*Indice HH* fino al 2000, con le sole eccezioni di Lazio e Molise. Nei due anni successivi, gli andamenti sono invece stazionari o discendenti, con Umbria ed Abruzzo unici

mercati a registrare un ulteriore e significativo aumento nei valori dell'indice.

Valutando congiuntamente il livello assunto dall'indice e la misura del suo incremento nell'arco di un anno, le situazioni che lasciano presupporre un peggioramento del grado di concorrenza si riferiscono ai casi della Valle d'Aosta (che ha associato ad alti livelli di concentrazione un incremento nell'indice di 70 punti tra il 1997 ed il 1998), della Liguria e dell'Umbria (che hanno registrato sensibili aumenti nei livelli di concentrazione, rispettivamente tra il 1998 ed il 2000, e nel corso del 1999 e del 2002). Tra le regioni del Sud, la Calabria e la Sicilia si distinguono per la combinazione di mercati moderatamente concentrati ed una variazione rilevante dell'*Indice HH*. Caso assolutamente singolare è rappresentato dalla

TAB. 3.5: Indice C(3) nei mercati regionali

Regioni	1995	1998	1999	2000	2002
Valle Aosta	65	66	64	65	63
Piemonte	42	45	48	48	46
Lombardia	28	29	35	36	33
Trentino AA	24	25	27	27	27
Friuli-VG	33	34	48	52	51
Veneto	36	43	45	44	44
Liguria	47	48	54	59	56
Emilia R.	33	32	35	35	33
Toscana	61	54	56	56	54
Umbria	43	41	46	47	53
Marche	43	49	49	48	45
Abruzzo	33	32	32	36	41
Molise	61	59	57	54	53
Lazio	45	43	47	46	43
Campania	50	47	49	52	46
Puglia	35	37	40	42	32
Basilicata	59	57	57	57	46
Calabria	52	51	55	56	43
Sicilia	40	47	51	48	46
Sardegna	74	80	84	85	82
Nord-Ovest	26	31	38	38	35
Nord-Est	11	27	35	37	37
Centro	37	34	36	35	35
Sud	39	40	42	43	34
Isole	38	50	53	52	49

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

Sardegna che agli elevati livelli di concentrazione ha associato una variazione dell'indice tra il 1997 ed il 1998 di 1.660 punti.

Un quadro della distribuzione del potere di mercato all'interno di ciascuna regione può essere ulteriormente delineato attraverso due altre misure di concentrazione, C(3) e C(5), che forniscono un'indicazione delle quote di mercato rispettivamente dei primi 3 e 5 gruppi bancari presenti su ogni mercato. Le quote sono calcolate utilizzando il numero degli sportelli per ciascun gruppo operante in una specifica regione tra il 1995 ed il 2002 (TABB. 3.5 e 3.6). La considerazione di tali indicatori segnala una sostanziale invarianza nella concentrazione del potere di mercato; le variazioni più significative riguardano il mercato friulano che registra un

TAB. 3.6: Indice C(5) nei mercati regionali

Regioni	1995	1998	1999	2000	2002
Valle Aosta	76	75	76	78	75
Piemonte	52	58	64	64	62
Lombardia	39	41	48	48	46
Trentino AA	33	34	36	37	37
Friuli-VG	48	48	61	67	65
Veneto	48	59	63	62	62
Liguria	60	61	67	72	69
Emilia R.	43	44	46	46	46
Toscana	69	62	64	64	62
Umbria	56	54	65	68	73
Marche	54	60	61	61	58
Abruzzo	50	47	47	52	58
Molise	71	69	68	68	70
Lazio	56	55	58	58	56
Campania	59	58	60	64	59
Puglia	49	52	53	57	48
Basilicata	68	72	73	74	65
Calabria	64	62	69	69	57
Sicilia	50	57	63	62	61
Sardegna	86	89	92	94	91
Nord-Ovest	35	41	47	49	48
Nord-Est	14	35	46	48	49
Centro	47	43	48	50	49
Sud	49	49	53	56	48
Isole	50	59	64	63	61

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

incremento delle quote di mercato dei primi tre gruppi di 18 punti percentuali (14 punti tra il 1998 ed il 1999) e l'Umbria che ha visto aumentare dal 56% al 73%, nel periodo 1995-2002, la quota di mercato dei primi 5 gruppi bancari. L'esame dei livelli mostra risultati sostanzialmente allineati a quelli derivanti dall'analisi degli *Indici HH* e delle loro variazioni.

La misura dei profitti. Il grado di concorrenzialità dell'industria bancaria in Italia può poi essere valutato, secondo uno degli approcci

TAB. 3.7: Mark up nei mercati regionali

Regioni	1996	1998	1999	2000	2002
Valle Aosta	3,5	3,7	4,1	3,0	3,7
Piemonte	2,0	2,3	2,4	1,8	2,9
Lombardia	2,0	2,0	2,0	1,4	1,9
Trentino AA	2,7	2,7	2,9	2,2	2,7
Friuli-VG	2,5	2,3	2,9	2,1	3,3
Veneto	2,4	2,5	3,0	2,4	3,3
Liguria	2,9	2,9	3,3	2,7	3,4
Emilia R.	2,2	2,1	2,3	1,8	2,5
Toscana	2,7	2,6	3,0	2,2	3,1
Umbria	3,9	4,1	4,1	3,2	4,0
Marche	2,7	2,7	2,6	1,9	2,8
Abruzzo	4,5	4,2	3,8	3,1	3,9
Molise	5,4	5,3	5,3	4,6	4,9
Lazio	3,3	3,6	3,3	2,5	2,8
Campania	4,9	4,3	4,5	3,7	4,4
Puglia	5,0	4,4	4,2	3,7	4,2
Basilicata	6,6	5,2	5,1	3,1	3,9
Calabria	6,2	5,9	5,2	4,3	5,5
Sicilia	5,3	5,2	4,4	3,6	4,7
Sardegna	4,6	4,8	4,8	4,1	4,4
Nord-Ovest	2,1	2,3	2,2	1,6	2,3
Nord-Est	2,4	2,7	2,8	2,2	3,1
Centro	3,1	3,5	3,2	2,4	3,1
Sud	5,1	4,7	4,5	3,8	4,5
Isole	5,0	5,3	4,6	3,8	4,7

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

Note: Le misure del *mark-up* e del *mark-down* sono state calcolate a partire dal 1996 per garantire l'omogeneità della serie storica sui tassi di interesse utilizzata nella stima. Per il calcolo dei margini sugli impieghi, sono stati utilizzati tassi attivi a breve termine sui finanziamenti per cassa; per la misura del *mark-down*, tassi passivi nominali sul totale dei depositi, entrambi di fonte Banca d'Italia, Supplementi al Bollettino statistico, anni vari. Il tasso *risk-free* considerato è dato dalla media trimestrale dei tassi BOT mensili.

tradizionali proposti dalla letteratura empirica, anche attraverso la misurazione dei margini di profitto realizzati sul mercato della raccolta (*mark down*, calcolato come differenza tra tasso medio sui depositi e tasso privo di rischio) e sul mercato degli impieghi (*mark up*, calcolato come differenza tra tasso medio sugli impieghi e tasso privo di rischio) nel periodo 1996-2002 (TABB 3.7 e 3.8).

TAB. 3.8: Mark down nei mercati regionali

Regioni	1996	1998	1999	2000	2002
Valle Aosta	2,2	1,7	1,1	2,0	1,6
Piemonte	2,0	1,7	1,1	2,0	1,6
Lombardia	2,1	1,7	1,0	1,9	1,4
Trentino AA	2,0	1,7	1,2	1,7	1,4
Friuli-VG	2,0	1,8	1,1	2,0	1,5
Veneto	1,7	1,6	1,1	2,0	1,5
Liguria	2,0	1,9	1,2	2,4	1,7
Emilia R.	1,7	1,8	1,2	2,1	1,4
Toscana	1,8	1,4	0,7	1,5	1,4
Umbria	1,8	1,4	0,7	1,7	1,4
Marche	1,8	1,7	1,0	1,8	1,4
Abruzzo	2,1	1,8	1,1	2,1	1,7
Molise	2,6	2,1	1,1	2,2	1,7
Lazio	2,2	1,7	1,0	1,5	1,2
Campania	2,5	2,0	1,1	2,3	1,8
Puglia	1,9	1,8	1,0	2,1	1,6
Basilicata	2,1	1,8	0,9	2,0	1,8
Calabria	2,0	1,7	1,0	2,2	1,8
Sicilia	2,0	1,6	0,9	2,1	1,4
Sardegna	2,4	1,7	1,1	2,1	1,5
Nord-Ovest	2,1	1,7	1,0	2,0	1,5
Nord-Est	1,8	1,7	1,1	2,0	1,4
Centro	2,0	1,6	0,9	1,6	1,3
Sud	2,2	1,9	1,0	2,2	1,7
Isole	2,1	1,6	0,9	2,1	1,5

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

I dati mostrano una maggiore concorrenza sul mercato dei depositi rispetto a quello dei prestiti, e segnalano un interessante fenomeno di compensazione sui margini nei due mercati. Ad una variazione nei livelli del *mark up* è quasi sempre corrisposta (fa eccezione il 1999) una variazione di segno opposto dei margini realizzati sul mercato della raccolta; la tendenza è probabilmente legata sia all'asimmetria nelle risposte delle

banche agli stimoli di politica monetaria, sia all'andamento della domanda e dell'offerta nei mercati della raccolta e degli impieghi nei diversi anni considerati nell'esercizio.

Nella valutazione del potere di mercato sulla base di indicatori di redditività è probabilmente più utile ricorrere alla definizione di un *margin* complessivo, ottenuto come somma di *mark up* e *mark down* (TAB. 3.9). In generale, si rileva che i mercati caratterizzati da livelli più elevati di redditività sono anche quelli maggiormente concentrati. Tuttavia, considerando l'andamento dei margini per l'intero periodo in esame, si registra una generale contrazione della redditività parallela al processo di consolidamento, anche se in misura significativa solo per le regioni meridionali. Rappresentano un'eccezione Piemonte, Friuli, Veneto e Liguria che mostrano invece una crescita dei margini dal 1996 al 2002.

TAB. 3.9: Margine complessivo nelle Regioni

Regioni	1996	1998	1999	2000	2002
Valle Aosta	5,7	5,4	5,2	5,0	5,3
Piemonte	4,1	4,0	3,5	3,9	4,5
Lombardia	4,1	3,6	3,0	3,4	3,4
Trentino AA	4,6	4,4	4,0	3,9	4,1
Friuli-VG	4,5	4,1	3,9	4,1	4,7
Veneto	4,2	4,1	4,0	4,4	4,8
Liguria	4,9	4,8	4,5	5,0	5,2
Emilia R.	4,0	4,0	3,5	3,9	3,9
Toscana	4,5	4,1	3,6	3,7	4,5
Umbria	5,7	5,4	4,8	4,9	5,4
Marche	4,5	4,4	3,7	3,7	4,2
Abruzzo	6,6	6,0	4,9	5,2	5,5
Molise	7,9	7,3	6,4	6,8	6,6
Lazio	5,5	5,3	4,2	4,1	4,0
Campania	7,4	6,3	5,6	6,0	6,1
Puglia	6,8	6,2	5,2	5,8	5,8
Basilicata	8,7	7,0	6,0	5,1	5,7
Calabria	8,2	7,6	6,1	6,5	7,3
Sicilia	7,3	6,8	5,3	5,7	6,1
Sardegna	7,0	6,5	5,8	6,1	5,9
Nord-Ovest	4,1	4,0	3,2	3,6	3,8
Nord-Est	4,1	4,4	3,9	4,3	4,5
Centro	5,1	5,1	4,1	4,0	4,3
Sud	7,3	6,6	5,6	6,0	6,2
Isole	7,1	6,9	5,6	5,9	6,1

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

Se si aggregano i risultati ottenuti a livello regionale per macro-aree (Nord-Ovest, Nord-Est, Centro, Sud e Isole), le conclusioni che si possono trarre ricorrendo a metodologie di analisi *tradizionale* delineano un'industria bancaria caratterizzata da crescenti livelli di concentrazione in ciascuna delle aree considerate (la crescita ha interessato in modo particolarmente significativo il Nord-Est e le Isole), segnalando quindi una riduzione del grado di concorrenza nei mercati. Particolarmente significativo è stato il biennio 2000-2001, che ha fatto registrare un'inversione di tendenza nel processo di concentrazione dell'industria bancaria: dopo una fase di crescita degli indici di concentrazione su tutti i mercati, a partire dal 1999-2000, si è sperimentato un incremento nei livelli di concorrenzialità segnalato da una generale riduzione nei valori degli indici. Considerando l'intero periodo analizzato (1995-2002), risultano meno consolidati i mercati del Nord rispetto a quelli centro-meridionali. E' interessante rilevare come, al 2002, fatta eccezione per le isole, il divario nei livelli di concentrazione relativi alle diverse aree si sia sensibilmente ridotto (TAB. 3.4): il valore più basso, nonostante gli elevati tassi di crescita, è registrato dal Nord-Est (624); il valore più elevato (escludendo Sicilia e Sardegna) è quello del Sud (695).

L'aumento del potere di mercato osservato sull'intero periodo non è, tuttavia, così evidente dall'analisi delle misure di profittabilità sui mercati della raccolta e degli impieghi. In particolare, considerando il margine complessivo nelle diverse aree, il processo di consolidamento sembra essere associato ad una generale riduzione della redditività (che segnalerebbe un'aumentata concorrenzialità), con l'unica eccezione del Nord-Est, dove peraltro si è registrato un incremento significativo del

grado di concentrazione. Diversamente da quanto osservato sulla base dell'andamento dell'*Indice HH*, si evidenzia, a partire dal 2000, una ripresa nella crescita del margine complessivo dopo una fase di graduale riduzione, indice di un ritrovato potere di mercato (TAB 3.9) (particolarmente evidente nel Mezzogiorno con margini, al 2002, superiori ai 6 punti percentuali).

L'adozione di misure tradizionali fornisce quindi indicazioni non sempre coerenti circa l'esito dei processi di espansione successivi alla fase di liberalizzazione, in termini di assetto concorrenziale dell'industria bancaria. Ed i risultati, in tal senso, confermano a livello disaggregato le conclusioni a cui sono giunte precedenti ricerche condotte sul dato nazionale. Nella maggior parte delle regioni gli indici di concentrazione rimangono entro valori non preoccupanti per la tutela della concorrenza ma potrebbero essere utilizzati come un indicatore della riduzione del grado di concorrenzialità, con un'inversione di tendenza nell'ultimo biennio del periodo considerato. Al contrario, il margine complessivo segnala prima un aumento e solo successivamente una contrazione del grado di concorrenza sui mercati bancari regionali. Tali indicazioni confermano la necessità di approfondire le determinanti della relazione tra concorrenza, concentrazione e redditività, interpretando questo legame in funzione di variabili associate a caratteristiche istituzionali e condizioni macroeconomiche.

3. Efficienza, redditività e concorrenza: considerazioni conclusive e spunti di ricerca

Come la letteratura economica ha evidenziato, dal punto di vista teorico, la relazione osservata che indica maggiore profittabilità in mercati con



maggior grado di concentrazione può sottendere diverse spiegazioni.

Una prima spiegazione si fonda sull'idea di concorrenza come *processo dinamico*: in un mercato competitivo, le imprese più efficienti ottengono profitti più elevati rispetto alle imprese meno efficienti guadagnando quote di mercato a scapito delle concorrenti. Il potenziale aumento del livello di concentrazione del mercato risulterebbe pertanto dal processo competitivo e giustificerebbe la relazione positiva tra concentrazione e redditività.

Una seconda spiegazione – più statica – sottolinea invece che le imprese operanti in un mercato concentrato possono compensare le inefficienze derivanti dalla mancanza di stimoli concorrenziali attraverso margini più elevati consentiti dall'esercizio del potere di mercato; ciò permette anche di ottenere profitti elevati ad imprese poco efficienti. Nel caso di mercati competitivi esiste una correlazione positiva tra redditività e efficienza economica delle imprese (imprese più efficienti ottengono anche profitti più elevati), mentre nel caso di mercati in cui le imprese sfruttano il proprio potere di mercato, questa relazione potrebbe risultare attenuata o del tutto assente. Per testare le connessioni tra efficienza e redditività sarebbe necessario disporre di indicatori di efficienza delle imprese che operano nel sistema bancario. Per la costruzione di tali indicatori è possibile fare riferimento alla stima delle cosiddette "frontiere efficienti di produzione", una metodologia ampiamente adottata nella letteratura sull'industria bancaria. Sulla base delle informazioni contenute in un campione di dati, tale approccio consente di individuare un *benchmark* efficiente; consente altresì di valutare l'inefficienza in base agli scostamenti delle performance individuali rispetto ad una frontiera di *best practice* dell'industria.

Una volta computato l'indicatore di efficienza della singola impresa sarebbe possibile investigare la correlazione tra un indicatore di redditività (misurato, ad esempio, dal *Return on Equity*) e tale indice di efficienza, attraverso un'analisi di regressione che tenga anche conto di una serie di variabili di controllo, quali la forma proprietaria, la dimensione, gli indicatori della qualità del credito e così via.

Se a ciò si aggiunge un'analisi delle determinanti delle dimensioni dell'impresa bancaria che tenga esplicitamente conto dell'efficienza stimata, si potrebbe discriminare tra le due spiegazioni alternative circa la relazione tra profittabilità e concentrazione discusse sopra.

In termini generali si può argomentare che, nel confronto tra più mercati, la correlazione tra profitti ed efficienza può assumere diversi valori. Un valore positivo (cioè profitti più alti per banche con un elevato livello di efficienza) può essere assunto come un "indicatore" della maggiore concorrenzialità del mercato locale. Un valore nullo o addirittura negativo (cioè assenza di correlazione tra profitti ed efficienza, ovvero profitti più alti per imprese bancarie caratterizzate da livelli di efficienza *più bassi*) può essere associato a un minore grado di concorrenzialità.

L'analisi statistica di questi fenomeni si scontra con le difficoltà di costruire indicatori di efficienza che siano propri di ciascun mercato locale e che tengano esplicitamente conto delle variabili ambientali e di contesto macroeconomico che possono influenzare da un lato i costi delle imprese bancarie, dall'altro la redditività delle stesse. Tali indicatori sono peraltro indispensabili per uno studio accurato della relazione tra efficienza e redditività a livello locale e quindi del grado di concorrenza

dei mercati bancari regionali. Un prossimo numero di Osservatorio Monetario riprenderà questi argomenti.

4. Appendice: le principali metodologie di misurazione del grado di concorrenza

Una delle misure più comunemente impiegate nella letteratura valuta il carattere concorrenziale di un mercato sulla base del relativo grado di concentrazione. Tra gli indici di concentrazione, il più utilizzato è l'indice di Herfindhal-Hirschman (*Indice HH*) definito come la somma delle quote di mercato, al quadrato, di tutte le imprese operanti nell'industria. Per costruzione, l'indice assume un valore massimo di 10.000 (quando un'unica impresa detiene il 100% del mercato) e tende a zero in corrispondenza di un mercato caratterizzato dalla presenza di numerose imprese. Misure alternative sono rappresentate dai rapporti di concentrazione $C(k)$, che forniscono un'indicazione delle quote di mercato delle prime k imprese operanti in una certa industria (anche in questo caso, per costruzione, l'indice assume un valore massimo di 100 nel caso di un'industria caratterizzata da monopolio e tende a zero nel caso di mercati più concorrenziali). Il presupposto teorico all'utilizzo di misure di concentrazione per la valutazione del grado di concorrenza di un mercato risiede nel paradigma Struttura-Condotto-Performance (SCP). L'intuizione alla base del paradigma SCP individua la struttura concorrenziale di un mercato quale determinante della condotta delle imprese e quindi – in ultima istanza – del loro risultato economico. Esisterebbe pertanto una relazione positiva, ancorché non lineare, tra il grado di concentrazione di un mercato ed il comportamento non concorrenziale delle imprese (inteso come esercizio di potere di mercato, ossia come influenza effettiva sul prezzo dello scambio).

Da porre in evidenza è il rilievo applicativo dell'indice di Herfindhal, impiegato come strumento dalle autorità antitrust al fine di verificare la sussistenza delle condizioni di concorrenzialità di un mercato ed autorizzare operazioni di concentrazione. Il superamento di soglie predefinite nel valore assunto dall'indice a seguito dell'operazione, indicando la presenza di rischi per la concorrenza, diventerebbe la precondizione per lo svolgimento di ulteriori ed approfondite indagini. Nelle *Horizontal Merger Guidelines*, ad esempio, il *Department of Justice* (l'Autorità antitrust statunitense) considera mercati non concentrati quelli caratterizzati da un valore dell'*Indice HH* inferiore a 1.000; mercati moderatamente concentrati, i mercati per i quali il valore dell'*Indice HH* è compreso tra 1.000 e 1.800; e mercati altamente concentrati, quelli che presentano un valore dell'*Indice HH* superiore a 1.800. Una classificazione analoga si ritrova nelle *Guidelines* europee di recente emanazione, pur con una leggera differenza nelle soglie (*IHH* fino a 1.000, *IHH* compreso tra 1.000 e 2.000, *IHH* oltre 2.000).

La relazione positiva tra concentrazione e potere di mercato, fondamento dell'impiego degli indici di concentrazione come misura di concorrenzialità, può essere però derivata come risultato del comportamento ottimale di un gruppo di imprese unicamente qualora si ipotizzi che esse si comportino come oligopolisti di Cournot, prendendo quindi come *date* le scelte di produzione delle imprese concorrenti. L'ipotesi di comportamento alla Cournot è ovviamente limitante, ma l'assunzione di ipotesi alternative non consente una così immediata derivazione della relazione tra concentrazione dell'industria e condotte anti-concorrenziali.

Per ovviare ai problemi derivanti dall'adozione di misure di concentrazione, una prima ed

intuitiva alternativa proposta dalla letteratura consiste nel derivare una *proxy* degli extra-profitti realizzati dalle imprese, assumendo – come previsto dalla teoria economica – che in un mercato di concorrenza perfetta, l’equilibrio di lungo periodo sottenda rendite nulle ed un prezzo convergente al minimo costo medio di produzione. La letteratura applicata ha individuato una classe di “misure” per gli extra-profitti, definite *margini prezzo-costi* (MPC) e calcolate come rapporto tra una misura di redditività ed una misura della “dimensione” dell’impresa. Nell’ambito specifico dell’industria bancaria, la misurazione del potere di mercato attraverso la stima di margini di profitto è generalmente condotta in modo separato sul mercato degli impieghi e su quello della raccolta. Si rileva, infatti, la differenza tra il tasso (medio) praticato sulle diverse tipologie di impieghi ed un tasso privo di rischio (per il quale le imprese bancarie sono *price-taker*) come misura del *mark-up*. Si considera, invece, la differenza tra un tasso privo di rischio (non influenzabile dalle imprese bancarie) ed il tasso (medio) praticato sulle diverse tipologie di raccolta quale valore del *mark-down*. Il presupposto teorico di tale approccio risiede nel modello classico di Klein (1971) e Monti (1971) secondo cui la banca ha potere di mercato sia dal lato degli impieghi che dal lato della raccolta. Se i costi di produzione sono separabili e in assenza di sussidio incrociato, il tasso praticato sugli impieghi e quello praticato sulla raccolta sono, infatti, determinati indipendentemente l’uno dall’altro.

Una seconda alternativa all’impiego di misure di concentrazione, proposta da Panzar e Rosse

(1987), valuta il potere di mercato in una industria sulla base dell’elasticità dei ricavi rispetto ai prezzi degli input. Un aumento del prezzo degli input infatti, incrementando i costi marginali, induce una modifica nel *comportamento* del monopolista in termini di riduzione nei livelli di produzione e, quindi, nei ricavi. La statistica H di Panzar e Rosse (definita come variazione incrementale dei ricavi in equilibrio, a fronte di una variazione unitaria del prezzo degli input) assume quindi valori negativi o nulli in presenza di monopolio ed è pari a 1 in un mercato di concorrenza perfetta (ipotizzando che i prodotti delle diverse imprese siano perfetti sostituti). Fondamento di tale approccio è la condizione di equilibrio di lungo periodo; ne deriva che la stima del valore di H non è sufficiente per inferire il grado di concorrenza in un mercato, divenendo necessario altresì verificare che l’industria si trovi in una situazione di equilibrio di lungo periodo.

Uno degli aspetti più problematici degli indici di concentrazione e delle misure di profittabilità si riferisce al fatto che il comportamento anti-concorrenziale non viene osservato direttamente, ma semplicemente dedotto sulla base delle caratteristiche del mercato o delle performance realizzate. L’approccio della *New Empirical Industrial Organization* (NEIO) propone pertanto l’utilizzo di un modello strutturale per stimare *direttamente* la condotta delle imprese attraverso equazioni comportamentali che descrivano le regole di determinazione di prezzo e quantità. La presenza di potere di mercato è testata contro ipotesi alternative in modo esplicito.