

Monte dei Paschi di Siena
"Incontri di Rocca Salimbeni"

**RISPARMIO E INVESTIMENTI NELL'ECONOMIA MONDIALE:
RUOLO DEI MERCATI
E DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI**

Siena, 29 novembre 1991

I. Introduzione

Il tema che il Monte dei Paschi di Siena ha voluto porre al centro di questo nostro incontro è di indubbia attualità, per diversi motivi. Esso riguarda le prospettive di sviluppo dell'intera economia mondiale; induce a interrogarsi sui problemi, ma anche sulle potenzialità che si profilano con l'irrompere sulla scena mondiale di nuovi soggetti economici, ordinamenti statuali, relazioni politiche ed economiche fra paesi; propone una riflessione sulle risposte che a questi eventi debbono dare le politiche economiche nei paesi industrializzati, in Italia.

La pressione sulle risorse, scarse, del pianeta è destinata ad accrescersi. Spingono in questa direzione le esigenze di trasformazione e di progresso di cui si stanno facendo portatori in misura crescente i paesi in via di sviluppo e dell'Est, estese regioni degli stessi paesi industrializzati, della stessa Europa, che debbono colmare storici ritardi nello sviluppo.

I divari di reddito assieme alle tensioni demografiche accumulatesi in molte regioni del Sud del mondo hanno trovato sinora nell'emigrazione un essenziale meccanismo di riequilibrio. Esso ha tuttavia limiti evidenti, che si sono già ampiamente manifestati, nella capacità di assorbimento dei paesi di destinazione. Le politiche dei principali paesi industriali relativamente al fenomeno migratorio si sono fatte negli ultimi anni, inevitabilmente, più rigide. Si è posto dunque, anche per questi paesi, il problema di quali meccanismi possano essere attivati per sostituire ai flussi in en-

trata del fattore lavoro flussi in uscita di capitali produttivi capaci di attivare altrove processi di crescita.

In questo quadro, segnato da esigenze pressanti, si pongono, a mio avviso, i temi dell'incontro odierno: l'adeguatezza del risparmio; la capacità del sistema finanziario di trasformarlo in investimenti produttivi, superando da un lato antichi confini geopolitici, controllando, dall'altro, i rischi sistemici che a questo processo, verosimilmente, ineriscono.

Questi argomenti sono da tempo all'attenzione degli organismi internazionali e delle autorità monetarie. Hanno assunto rilievo centrale nell'agenda degli incontri del mese scorso a Bangkok del Fondo monetario internazionale e della Banca mondiale. Ad essi ha dato un contributo il Comitato dei Supplenti del G-10, che ho l'onore di presiedere; agli studi sviluppati in quella sede, oltre che in Banca d'Italia, farò riferimento per illustrare quali siano, a mio avviso, le questioni più rilevanti sotto il profilo dell'analisi e delle scelte di politica economica.

II. Le tendenze del risparmio

Dall'analisi della contabilità nazionale emerge con chiarezza che, nei paesi industriali, gli anni ottanta sono stati caratterizzati da relativa debolezza del saggio di risparmio. Nella media del decennio trascorso la quota sul prodotto del risparmio nazionale lordo dei paesi dell'area OCSE è risultata inferiore di circa tre punti percentuali rispetto ai due decenni precedenti (tav. 1). La flessione del saggio di risparmio ha interessato tutti i principali paesi e, in misura più significativa, quelli in cui più alto era il livello iniziale: fra questi l'Italia, la Germania e la Francia. Si sono così ridotte le differenze fra paesi, verosimil-

mente per il prevalere di condizioni di maggiore omogeneità nella struttura per età della popolazione, nel livello dello sviluppo, nella funzionalità dei mercati finanziari.

Recenti lavori dell'OCSE dimostrano che queste tendenze di fondo sono confermate qualora si considerino definizioni alternative, economicamente più appropriate, del risparmio. Le statistiche della contabilità nazionale escludono gran parte delle spese in ricerca e sviluppo e di quelle per la formazione professionale dalla definizione sia degli investimenti sia del risparmio; vengono altresì escluse le spese in beni di consumo durevoli. Tutte e tre queste voci hanno generalmente registrato incrementi negli anni ottanta.

Per converso, il risparmio lordo include, per definizione, l'ammortamento dei beni capitali che costituisce, nella sostanza economica, consumo di risorse. Le trasformazioni nelle tecniche produttive e nell'organizzazione aziendale hanno comportato una rilevante compressione della vita media dei beni capitali, soprattutto nel settore dell'informatica: è dunque cresciuta la quota degli ammortamenti sul totale degli investimenti. Questa considerazione fa sì che quando si effettuino tutte le correzioni che ho menzionato la flessione del saggio di risparmio nel trascorso decennio emerga in misura anche più marcata che sui dati lordi della contabilità nazionale.

L'analisi delle cause di questo fenomeno è oggetto di una letteratura amplissima; sono certo che il tema verrà ripreso e approfondito con competenza in altri interventi durante questo convegno. Su un punto desidero tuttavia richiamare l'attenzione: il ruolo del settore pubblico. Principalmente a questo settore è attribuibile la flessione del risparmio complessivo in quasi tutti i paesi. Sulla base dei dati della contabilità nazionale, in venti anni (fra la media degli anni sessanta e quella degli anni ottanta) il risparmio

pubblico è diminuito di 8,5 punti percentuali del prodotto interno lordo in Italia, di 5,1 punti in Canada, di circa 4 in Germania e negli Stati Uniti, di 3,1 nel Regno Unito, di 1,3 in Giappone (tav. 3). Il risparmio privato è aumentato negli anni settanta e si è successivamente contratto, riportandosi verso la fine del decennio trascorso su valori prossimi a quelli medi degli anni sessanta.

Per la maggioranza dei paesi industriali, la correzione per l'inflazione attenua, non altera, i connotati essenziali di questo quadro: la flessione del risparmio nazionale rimane imputabile principalmente al settore pubblico. Differenze di rilievo emergono per alcuni paesi, caratterizzati, negli anni ottanta, da livelli particolarmente elevati dell'inflazione e del debito pubblico. In Italia il risparmio privato risulta in aumento rispetto ai decenni precedenti sui dati non corretti per l'inflazione; esso è invece diminuito qualora si tenga conto che una parte considerevole degli interessi nominali percepiti dalle famiglie ha avuto la funzione di ricostituire il valore reale, eroso dall'inflazione, delle attività finanziarie generatesi a fronte di fabbisogni crescenti del settore pubblico.

Nella generalità dei paesi industriali la compressione del saggio di risparmio del settore pubblico ha avuto luogo soprattutto nei primi anni del trascorso decennio, in concomitanza con la fase recessiva seguita al secondo shock petrolifero; negli anni successivi vi è stato un miglioramento, insufficiente tuttavia a ripristinare le condizioni dei decenni precedenti. E' indubbiamente possibile argomentare che politiche fiscali meno espansive avrebbero accentuato la flessione del risparmio privato. L'invecchiamento della popolazione, l'aumento, soprattutto in Europa, della disoccupazione, la conseguente flessione nel rapporto fra gli occupati e il totale della popolazione sono fattori dai quali ci si può in generale attendere una compressione del risparmio

privato. Il fatto che in molti paesi abbia provveduto lo Stato alle esigenze crescenti degli anziani, dei giovani in cerca di prima occupazione, dei disoccupati può aver contribuito a evitare una flessione del risparmio privato.

L'importanza di questi argomenti non può essere sottovalutata. Tuttavia, a mio avviso, essi sono largamente insufficienti a spiegare il fenomeno. Una letteratura ormai amplissima, relativa alla cosiddetta equivalenza ricardiana, ha dimostrato in maniera assai convincente che fra il risparmio pubblico e quello privato sussistono relazioni complesse, non certo di sostituibilità perfetta. Se alle nuove esigenze si fosse provveduto mantenendo l'equilibrio finanziario del settore pubblico, il risparmio complessivo sarebbe probabilmente rimasto su livelli più elevati.

In positivo, l'indicazione che si può trarre per gli anni novanta è che l'attuazione di politiche orientate al contenimento dei disavanzi correnti del settore pubblico innalzerebbe il saggio di risparmio complessivo. Avrebbe altresì effetti positivi, al di là del ciclo, sul tasso di accumulazione, sulla crescita, sulla capacità di far fronte alle esigenze dell'altra metà del globo.

E' difficile, forse scarsamente utile, tentare di definire obiettivi quantitativi per la crescita del risparmio nei paesi industriali. Si può tuttavia osservare come a sforzi relativamente modesti potrebbero corrispondere risultati di portata notevole. Una riduzione dei disavanzi pubblici dell'ordine di 2 o 3 punti percentuali del prodotto non richiede sforzi straordinari; è sicuramente alla portata di accorte politiche di governo dell'economia, come numerose esperienze anche recenti dimostrano. In taluni paesi, segnatamente l'Italia, gli Stati Uniti, il Canada e oggi anche la Germania, si richiedono, e sono certamente possibili, aggiustamenti di entità maggiore.

Tali politiche contribuirebbero in misura significativa a riportare i tassi di risparmio su valori non lontani da quelli che negli anni sessanta consentirono di finanziare una crescita del prodotto superiore al 4 per cento all'anno nella media dei paesi industriali. Genererebbero benefici ingenti per i paesi in via di sviluppo qualora una parte, pur modesta, del risparmio aggiuntivo venisse a essi destinata sotto forma di prestiti o investimenti diretti; basti ricordare che i paesi industriali rappresentano quasi tre quarti del prodotto e del commercio mondiali. Aiuterebbero infine a ridurre il livello, storicamente elevato, dei tassi d'interesse reali; verrebbe così attenuato l'onere del debito che grava sui bilanci di interi paesi, di comparti dell'economia, degli stessi settori pubblici.

Nell'ultimo quinquennio i tassi d'interesse reali a breve termine dei principali paesi industrializzati si sono collocati mediamente su valori prossimi al 4 per cento; furono inferiori al 2 per cento nella media degli anni sessanta e negativi nel decennio successivo (tav. 4). All'aumento dei tassi reali hanno indubbiamente contribuito fattori diversi: gli orientamenti delle politiche monetarie, a fronte del persistere di pressioni inflazionistiche dal lato dei costi, e taluni cambiamenti, pur per molti versi positivi, nella regolamentazione e nella struttura dei mercati finanziari. Fra le cause di fondo non si può tuttavia trascurare la contrazione del risparmio pubblico, specialmente qualora si considerino gli oneri impropri che essa ha fatto ricadere sulle politiche monetarie in ordine al controllo del ciclo e dell'inflazione.

Ne è esempio evidente la congiuntura attuale. Alla debolezza ciclica dell'economia mondiale non possono porre rimedio le politiche fiscali, quasi ovunque orientate all'obiettivo del risanamento dei bilanci pubblici. Alle politiche

monetarie dei paesi industriali spetta quindi il compito di conciliare esigenze ugualmente pressanti e in parte conflittuali: ripristinare un processo di crescita duratura da un lato, continuare a operare, dall'altro, perché si rafforzi la formazione del risparmio e si attenuino le pressioni inflazionistiche.

III. Gli squilibri correnti

Gli elevati tassi d'interesse reali degli anni ottanta hanno inciso negativamente sugli investimenti. Nonostante la lunga fase espansiva iniziata nel 1983 ed esauritasi nel corso del 1990, il tasso di accumulazione medio è risultato inferiore a quello dei precedenti decenni in quasi tutti i paesi (tav. 5). Il fenomeno ha interessato soprattutto l'Europa e il Giappone; in misura minore, gli Stati Uniti. In quest'ultimo paese la flessione degli investimenti rispetto agli anni settanta è di circa un punto percentuale del prodotto, assai inferiore a quella del risparmio, che è stata di tre punti.

Andamenti così divergenti si sono riflessi in una dissociazione geografica fra risparmio e investimenti, ossia in squilibri di parte corrente, di entità mai prima sperimentata. Sono stati all'origine di oscillazioni dei tassi di cambio non giustificate dall'evoluzione dei prezzi relativi; hanno creato timori per la stabilità del sistema finanziario, non minori di quelli che conseguirono all'esplosione della crisi debitoria dei paesi in via di sviluppo.

Negli ultimi anni, gli squilibri si sono attenuati (tav. 6). Il disavanzo corrente degli Stati Uniti è passato da 160 miliardi di dollari nel 1987 a circa 99 miliardi l'anno scorso, meno del 2 per cento del PNL; per quest'anno è

prevista un'ulteriore riduzione, dovuta tuttavia a fattori in larga misura temporanei. Si è inoltre ridotto, negli ultimi anni, l'avanzo giapponese e si è annullato, in seguito all'unificazione, quello tedesco.

Rimangono comunque motivi di preoccupazione, legati soprattutto alla lentezza dei processi di aggiustamento e al persistere, in numerosi paesi indebitati del terzo mondo, di quelle condizioni di instabilità che agli inizi degli anni ottanta portarono a una netta contrazione degli afflussi di risorse verso quei paesi (tav. 7). Miglioramenti graduali si sono registrati negli ultimi anni. I programmi di stabilizzazione e di aggiustamento strutturale concordati con il Fondo monetario internazionale e con la Banca mondiale, oltre a facilitare la conclusione di accordi volontari con i debitori, stanno dando risultati significativi e incoraggianti in più paesi. Esempi in tal senso vengono soprattutto dal Messico, ma anche dal Venezuela e dal Cile, paesi per i quali si va ripristinando l'accesso spontaneo ai finanziamenti esteriori.

L'attuale stato delle statistiche internazionali non consente di affermare, come talora è stato fatto, che i paesi industriali assorbono risparmio dal resto del mondo; a questa conclusione taluni giungono osservando i persistenti disavanzi correnti registrati da questi paesi. Si giunge tuttavia a conclusioni opposte qualora si consideri che anche il resto del mondo ha generalmente registrato un disavanzo; quest'anno, esso dovrebbe risultare superiore a quello dell'area dei paesi industriali.

Rimane il fatto che l'attuale situazione non può considerarsi fisiologica; occorre creare condizioni nelle quali i paesi industriali siano in grado di generare risparmio e investirlo, convenientemente, nel resto del mondo.

E' altresì essenziale che riprendano e giungano a buon fine i negoziati dell'Uruguay Round. Dall'abbattimento delle barriere commerciali nei paesi industriali dovrà provenire un contributo decisivo al miglioramento delle condizioni reali e finanziarie dei paesi in via di sviluppo. Queste misure consentiranno di accrescere le esportazioni dei paesi indebitati e la loro capacità di far fronte all'onere del debito. Secondo stime effettuate dalla Banca mondiale, la rimozione delle barriere tariffarie e non tariffarie avrebbe effetti consistenti, dell'ordine del 3 per cento, sul pil dei pvs; essa gioverebbe inoltre ai consumatori e, alla lunga, migliorerebbe il potenziale produttivo degli stessi paesi industriali. Per converso, un fallimento del negoziato metterebbe a rischio i progressi fatti negli anni recenti nelle relazioni internazionali e potrebbe determinare arretramenti rispetto alla situazione attuale.

IV. I paesi dell'Est

Alle esigenze di investimento dei paesi in via di sviluppo si aggiungono oggi quelle dell'Europa centro-orientale. Nel suo insieme, includendo cioè l'intero territorio dell'Unione Sovietica, quest'area pesa per meno del 6 per cento del prodotto e del commercio mondiali, poco più di un paese come la Francia. Nel breve periodo, cambiamenti anche radicali in questi paesi avranno conseguenze relativamente contenute sui flussi mondiali di commercio e di risparmio. Taluni effetti, tuttavia, non potranno non esservi; alcuni sono già in parte individuabili.

In base alle statistiche del Fondo monetario, questi paesi hanno registrato negli anni ottanta persistenti avanzi commerciali e un sostanziale equilibrio delle partite invisibili. I saldi hanno cominciato a peggiorare nel 1988; nel 1990 il disavanzo corrente ha superato i venti miliardi di

dollari, quasi interamente imputabili all'Unione Sovietica. Negli altri paesi dell'Est europeo il disavanzo corrente è in forte aumento e potrebbe raggiungere quest'anno i quindici miliardi di dollari.

Anche al di là delle pressanti esigenze immediate, è molto probabile che in questi paesi la domanda di importazioni sopravanzi la capacità di esportare. A questa conclusione si giunge considerando sia scenari relativamente virtuosi sia scenari in cui persistano condizioni di instabilità politica ed economica. In questo secondo caso i disavanzi commerciali sarebbero il risultato dell'incapacità di elevare il potenziale produttivo al livello delle esigenze di consumo. Nel caso opposto, la ricostruzione e l'elevamento del potenziale produttivo comporterebbero massicce importazioni di beni capitali; si può ricordare al riguardo, a puro titolo esemplificativo, che ci vollero non meno di cinque anni perché l'Europa, distrutta dalla seconda guerra mondiale, riuscisse a generare, al proprio interno, il risparmio necessario all'accumulazione e a riportare in pareggio la bilancia di parte corrente.

In una prospettiva virtuosa, i più elevati rendimenti del capitale impiegato nei paesi dell'Europa centro-orientale determinerebbero maggiore benessere per tutti; il commercio e l'intermediazione finanziaria si accrescerebbero; verrebbero poste le condizioni per avviare un processo di riequilibrio dei saldi correnti. Nella prospettiva opposta, le conseguenze dell'insuccesso dei programmi di riforma si estenderebbero anche ai paesi occidentali, trasmesse da fenomeni migratori e dall'esigenza di massicci aiuti di emergenza; i finanziamenti privati si esaurirebbero; i problemi del debito avrebbero ripercussioni sul sistema bancario internazionale.

V. I mercati finanziari

Le incertezze degli scenari macroeconomici condizioneranno gli sviluppi nei mercati finanziari e i compiti cui essi saranno chiamati. Solo con il prevalere di condizioni di relativa stabilità politica e di squilibri finanziari limitati è possibile prevedere un ruolo preminente per gli operatori privati.

L'esperienza degli ultimi due decenni dimostra che i mercati finanziari sono in grado di trasformarsi con grande rapidità in relazione al mutare delle condizioni economiche. Ne sono testimonianza l'incremento dei flussi intermediati, assai superiore a quello del commercio e del prodotto mondiali (tav. 8) e il ruolo pressoché esclusivo dei mercati nel finanziamento dei disavanzi correnti dei principali paesi. La stessa nozione di sostenibilità di uno squilibrio finanziario è radicalmente mutata rispetto ai tempi in cui era prevalente l'intervento ufficiale.

E' aumentato altresì il grado di integrazione fra i mercati interni e quelli internazionali, in conseguenza delle politiche di liberalizzazione perseguite da tutti i principali paesi e dei fenomeni di innovazione finanziaria.

E' prevedibile che questi sviluppi si consolidino nei prossimi anni, anche per l'estendersi delle politiche di liberalizzazione degli scambi, commerciali e finanziari, ai paesi in via di sviluppo. I mercati finanziari negli anni novanta saranno verosimilmente più ampi e più integrati fra paesi di quanto non siano oggi. Questi processi vanno favoriti, anche se pongono problemi rilevanti per la gestione dei rischi e per la regolamentazione. Essi aumentano la concorrenza e rendono possibile o comunque più efficiente la canalizzazione del risparmio verso impieghi produttivi al di là

dei tradizionali confini geografici.

Affinché i benefici si estendano anche ai paesi in trasformazione dell'Europa centrale e orientale occorre che si determinino condizioni propizie non solo sotto il profilo macroeconomico, ma anche sotto quello delle strutture finanziarie locali. Nei sistemi a economia pianificata, la moneta assolve, per le imprese, esclusivamente la funzione di mezzo di pagamento; le erogazioni di credito delle banche non derivano da valutazioni di merito, ma riflettono le decisioni del piano. La realizzazione di una autonoma capacità di selezione e controllo da parte del sistema finanziario, sottratta al vincolo della pianificazione, costituisce dunque l'essenza stessa del processo di trasformazione. Lo sviluppo del sistema finanziario è altresì condizione essenziale per mobilitare il risparmio locale ed evitare che esso alimenti la domanda di consumi, di beni rifugio, di valuta estera. I paesi industriali e le istituzioni internazionali stanno definendo con le autorità dei paesi dell'Est e dell'Unione Sovietica programmi coordinati di assistenza tecnica per facilitare la riforma dei sistemi monetari e finanziari di questi paesi. In questo ambito, si vanno profilando impegni e responsabilità rilevanti anche per la Banca d'Italia.

Il finanziamento dello sviluppo può avvenire tramite gli intermediari o tramite l'accesso diretto ai mercati; nell'esperienza dei pvs fino all'insorgere della crisi debitoria, i primi hanno svolto un ruolo prevalente: tra il 1976 e il 1982 i crediti bancari ammontarono a 225 miliardi di dollari, il ricorso al mercato a soli 27 miliardi. Una novità importante nella recente ripresa dei finanziamenti privati a questi paesi è rappresentata dalla crescita delle emissioni di titoli, azionari e obbligazionari, che si vanno affiancando al tradizionale strumento dei prestiti di sindacati bancari. Negli ultimi due anni il Messico e il Venezuela hanno emesso obbligazioni per 4,5 miliardi di dollari; emissioni

azionarie per ammontari considerevoli sono state effettuate con successo da imprese messicane e cilene.

Questi sviluppi vanno incoraggiati, specialmente quando implicino un legame più stretto fra finanziamento e singolo progetto di investimento di quanto non accada con i tradizionali medium term general purpose syndicated loans; si favorirebbe la valutazione del merito d'impresa e una migliore distribuzione degli oneri finanziari su un orizzonte temporale coerente con la durata del progetto; si attenuerebbe l'entità della trasformazione delle scadenze implicita nell'intermediazione bancaria; potrebbe migliorare la distribuzione dei rischi, oggi concentrati nel settore creditizio di pochi importanti paesi. Nel caso di partecipazioni azionarie, si ridurrebbe la vulnerabilità del paese debitore rispetto a disturbi esogeni; la remunerazione del capitale verrebbe a dipendere dall'andamento del ciclo economico e sarebbe dunque più strettamente legata alla capacità di rimborso del paese.

VI. L'Italia

Con la liberalizzazione valutaria, conclusasi nel maggio del 1990, la finanza italiana ha iniziato ad assumere connotati internazionali. Ne è testimonianza la crescita dei flussi lordi di capitale in entrata e in uscita dal nostro paese: come avviene negli altri principali paesi, i movimenti di capitale sopravanzano ormai ampiamente i flussi di parte corrente (tav.9). Politiche monetarie volte all'obiettivo della stabilità dei prezzi e del tasso di cambio hanno consentito di conseguire questo risultato, comprimendo al tempo stesso i differenziali di interesse rispetto alle valute più stabili dello SME. Nonostante le recenti tensioni valutarie, i differenziali a breve con l'euromarco rimangono al di sotto dei tre punti percentuali; solo due anni fa superavano i cinque punti.

Come tuttavia ho argomentato prima, il ruolo di un paese nel sistema finanziario internazionale non dipende solo dall'evoluzione dei flussi lordi ma, in misura anche più rilevante, da quello dei suoi flussi netti.

Nell'ultimo decennio il saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti italiana è risultato sempre negativo fuorché nel 1983 e nel 1986. Ne è conseguita un'accumulazione di debito estero che, valutato al netto delle riserve ufficiali e dell'oro, è salito dall'1,8 per cento del prodotto interno nel 1985 all'8 nel 1990. I pagamenti per interessi sono saliti oltre l'1 per cento del prodotto e concorrono ad alimentare i disavanzi e la dinamica del debito.

Per stabilizzare il debito estero e far fronte, al tempo stesso, ai propri impegni internazionali, l'Italia deve conseguire un sostanziale avanzo della bilancia dei pagamenti correnti al netto degli interessi. Questo obiettivo richiede una netta inversione di tendenza sui due fronti essenziali della politica fiscale e della dinamica dei costi interni.

Anche in Italia la riduzione del risparmio pubblico è stato il principale fattore nella compressione del risparmio complessivo. Nonostante la propensione al risparmio delle famiglie rimanga relativamente elevata, in un confronto internazionale l'Italia non si colloca più vicino al Giappone, ma è prossima alla media OCSE. Ha invece un livello più elevato degli investimenti, soprattutto nel settore pubblico: nella media degli anni ottanta, il rapporto fra spese in conto capitale e prodotto interno lordo è stato pari a 3,6 per cento in Italia, a fronte dell'1,6 per cento negli Stati Uniti, dell'1,8 nel Regno Unito, del 2,5 in Germania, del 3,2 in Francia (tav. 5). Per preservare il livello dell'investimento, occorre generare risparmio aggiuntivo incidendo innanzitutto sul disavanzo corrente del settore pubblico.

E' questo uno dei punti qualificanti del programma pluriennale di convergenza che il Governo italiano ha sottoposto lo scorso ottobre alla procedura di sorveglianza multilaterale della Comunità Europea: attraverso interventi sul disavanzo corrente, il fabbisogno complessivo di fondi del settore statale dovrà contrarsi sino a 97 mila miliardi nel 1994. Il Governo ha assunto l'impegno a mantenere invariati gli obiettivi annuali espressi a prezzi correnti, attraverso eventuali manovre correttive, anche qualora il quadro macroeconomico dovesse risultare meno favorevole del previsto. Nella valutazione del Consiglio Ecofin, che ha esaminato il programma a metà novembre, gli obiettivi proposti sono adeguati; la loro realizzazione costituisce un requisito minimo per consentire all'Italia di continuare ad essere parte del processo di unificazione economica e monetaria dell'Europa. Il Consiglio Ecofin ha altresì rilevato i fattori di rischio che circondano le prospettive di attuazione del programma: essi derivano, principalmente, dall'incertezza circa il gettito effettivo di alcune delle misure già decise e dalla mancata definizione degli interventi necessari per conseguire gli obiettivi, soprattutto negli anni successivi al 1992, in alcune aree cruciali quali i sussidi statali alle imprese, la spesa per il personale, le privatizzazioni, le pensioni, il fisco e le procedure di bilancio.

Il progressivo deterioramento della competitività del nostro Paese deve essere arrestato, attraverso misure di contenimento dei costi interni. Il differenziale di inflazione con i nostri principali partners commerciali, misurato sulla base dell'indice del costo della vita, è vicino ai tre punti percentuali. Il costo del lavoro per unità di prodotto nel settore manifatturiero sta aumentando del 7 per cento all'anno, un ritmo quasi doppio di quello del complesso dei paesi industriali. La nostra quota nel commercio mondiale, valutata a prezzi costanti, si contrae, mentre aumenta la

penetrazione dei prodotti esteri nel mercato interno.

Il recupero della competitività esterna richiede una rigorosa politica dei redditi che coinvolga in primo luogo lo Stato nel suo ruolo di datore di lavoro. Caposaldo di tale politica per il 1992 deve essere il contenimento della crescita delle retribuzioni unitarie nel settore pubblico entro il tasso programmato di inflazione del 4,5 per cento.

Lo stato dell'economia reale rende più pressante l'esigenza di contenere i costi interni. La produzione industriale continua a ristagnare su livelli molto bassi; i segni di ripresa della domanda interna sono flebili. Sussistono incertezze circa i tempi e l'intensità della ripresa della domanda internazionale; a taluni segnali positivi provenienti da paesi sin qui in recessione, principalmente gli Stati Uniti, il Regno Unito e il Canada, si contrappongono preoccupazioni per il rallentamento in corso nelle economie tedesca e giapponese. In queste circostanze, si fa più intensa la concorrenza sui mercati internazionali; il contenimento dei costi di produzione diventa così condizione fondamentale per la ripresa produttiva, per salvaguardare i livelli dell'occupazione.

Al di là dei temi, pur pressanti, della congiuntura, desidero concludere con un richiamo all'argomento centrale del nostro incontro. Come ho cercato di argomentare, le novità che segnano la situazione internazionale hanno implicazioni di rilievo anche per la finanza. Mercati e istituzioni saranno chiamati a compiti più complessi che in passato; diverrà cruciale il trasferimento di risorse dai centri di formazione del risparmio ai nuovi centri di utilizzo. Sono

facilmente prevedibili cambiamenti nella struttura dei mercati, nelle quantità di flussi intermediati, nella direzione del loro movimento fra paesi e fra settori dell'economia.

Percepire in anticipo questi cambiamenti e predisporre le strategie per fronteggiarli sono condizioni per il successo nel governo dell'economia, della banca, dell'impresa. Sono certo che a questa finalità sapranno contribuire le relazioni scientifiche e gli interventi di commento previsti per la giornata odierna.

Risparmio nei principali paesi industriali
(Risparmio lordo in percentuale del prodotto lordo)

	1960-69	1970-79	1980-89	1986	1987	1988	1989
STATI UNITI:							
- Nazionale	19,7	19,4	16,3	14,7	14,5	15,3	15,4
- Pubblico	2,0	0,4	-2,0	-3,1	-2,1	-2,0	-1,6
- Privato	17,7	19,1	18,3	17,8	16,6	17,3	17,0
GIAPPONE:							
- Nazionale	34,5	35,3	31,7	31,9	32,4	33,7	34,0
- Pubblico	6,2	4,8	4,9	4,7	6,3	7,4	8,3
- Privato	28,3	30,5	26,9	27,2	26,1	26,2	25,6
GERMANIA:							
- Nazionale	27,3	24,3	22,4	23,7	23,3	24,2	25,8
- Pubblico	6,2	3,9	2,0	2,4	1,8	1,4	3,7
- Privato	21,1	20,5	20,3	21,3	21,6	22,8	22,1
FRANCIA:							
- Nazionale	26,2	25,8	20,4	20,2	20,0	20,9	21,5
- Pubblico	n.d.	3,7	1,4	0,6	1,4	1,7	2,0
- Privato	n.d.	22,2	19,1	19,5	18,6	19,2	19,5
ITALIA:							
- Nazionale	28,1	25,9	21,9	21,6	20,9	20,9	20,1
- Pubblico	2,1	-5,1	-6,4	-6,8	-6,2	-6,2	-5,6
- Privato	26,0	31,1	28,4	28,4	27,2	27,1	25,7
REGNO UNITO:							
- Nazionale	18,4	17,9	16,6	16,1	15,8	16,1	15,5
- Pubblico	3,6	2,6	0,5	0,0	0,8	2,9	3,2
- Privato	14,8	15,3	16,1	16,1	15,0	13,2	12,3
CANADA:							
- Nazionale	21,9	22,9	20,7	18,7	19,5	20,9	20,6
- Pubblico	3,6	2,7	-1,5	-2,3	-1,3	-0,2	-0,7
- Privato	18,3	20,1	22,2	21,0	20,8	21,0	21,3
OCSE							
Totale	23,2	23,7	20,5	19,7	19,6	20,5	20,8

Risparmio privato nei principali paesi industriali
(Risparmio lordo in percentuale del prodotto lordo)

	1960-69	1970-79	1980-89
STATI UNITI:			
- Privato	17,7	19,1	18,3
di cui: - famiglie	9,2	10,7	9,5
- imprese	8,5	8,3	8,9
GIAPPONE:			
- Privato	28,3	30,5	26,9
di cui: - famiglie (1)	13,3	17,9	15,3
- imprese (1)	14,9	12,3	11,2
GERMANIA:			
- Privato	21,1	20,5	20,3
di cui: - famiglie (1)	6,9	8,7	7,9
- imprese (1)	14,2	11,8	12,8
FRANCIA:			
- Privato	n.d.	22,2	19,1
di cui: - famiglie (1)	n.d.	13,6	10,3
- imprese (1)	n.d.	8,5	8,5
ITALIA:			
- Privato	26,0	31,1	28,4
di cui: - famiglie	n.d.	24,5	21,1 (2)
- imprese	n.d.	6,6	7,6 (2)
REGNO UNITO:			
- Privato	14,8	15,3	16,1
di cui: - famiglie	5,4	6,1	6,0
- imprese	9,4	9,2	10,1
CANADA:			
- Privato	18,3	20,1	22,2
di cui: - famiglie	7,8	10,4	12,3
- imprese	10,5	9,7	9,9

Fonte: OECD, National Accounts (1991).

(1) Il risparmio privato può differire dalla somma delle sue componenti per l'esistenza di discrepanze statistiche.

(2) Media 1980-88.

Tassi di risparmio e investimento lordi
(Variazione tra anni '60 e anni '80)

	Risparmio			Investimenti		
	Totale	Privato	Pubblico	Totale	Privato	Pubblico
Stati Uniti	-3,4	0,6	-3,9	-1,0	0,1	-1,1
Giappone	-2,8	-1,4	-1,3	-5,1	-6,0	0,9
Germania	-4,9	-0,8	-4,2	-5,9	-4,6	-1,4
Francia	-5,8	n.d.	n.d.	-4,4	n.d.	n.d.
Italia	-6,2	2,4	-8,5	-3,6	-4,1	0,5
Regno Unito	-1,8	1,3	-3,1	-1,5	0,8	-2,3
Canada	-1,2	3,9	-5,1	-2,0	-0,4	-1,6

Fonte: OECD, National Accounts (1991).

Tassi d'interesse reali

	1960-64	1965-69	1970-74	1975-79	1980-84	1985-90
	A breve termine (1)					
G-7	1,7	1,7	-0,3	-1,3	3,1	3,8
Stati Uniti	1,7	1,6	-0,1	-1,3	3,3	2,9
Giappone	-	2,3	-2,4	-0,7	3,5	3,6
Germania	1,6	2,7	3,1	0,6	3,7	4,1
Francia	0,1	1,9	0,6	-1,5	1,9	5,0
Italia	-	-	-1,4	-2,7	1,8	6,1
Regno Unito	1,7	2,1	-1,6	-4,6	2,0	5,1
Canada	2,1	1,7	-0,5	-0,1	3,9	5,5
	A lungo termine (1)					
G-7	2,3	2,4	0,4	0,1	3,9	4,6
Stati Uniti	2,7	1,9	0,7	0,1	4,7	4,7
Giappone	-	2,1	-2,6	0,4	4,0	3,8
Germania	3,6	4,6	3,0	2,9	4,0	5,2
Francia	1,1	2,1	0,7	-0,7	2,7	5,7
Italia	1,3	4,4	-0,4	-2,0	1,4	4,4
Regno Unito	3,0	3,0	0,7	-1,8	2,8	3,8
Canada	3,7	2,5	1,8	0,4	4,3	5,6

Fonte: IMF, International Financial Statistics.

(1) Differenza tra tasso d'interesse nominale (a breve: di mercato monetario; a lungo: sulle obbligazioni pubbliche) e variazione dei prezzi al consumo nei 12 mesi precedenti.

Investimenti nei principali paesi industriali

(Investimenti lordi in percentuale del prodotto lordo)

	1960-69	1970-79	1980-89	1986	1987	1988	1989
STATI UNITI:							
-- Nazionale	18,9	19,2	17,9	17,9	17,7	17,2	17,0
-- Pubblico	2,7	2,0	1,6	1,5	1,6	1,5	1,6
-- Privato	16,2	17,2	16,3	16,4	16,1	15,6	15,3
GIAPPONE:							
-- Nazionale	34,7	34,5	29,6	27,7	28,5	30,4	31,5
-- Pubblico	4,4	5,4	5,3	4,8	5,0	5,0	5,0
-- Privato	30,3	29,0	24,3	22,9	23,5	25,4	26,5
GERMANIA:							
-- Nazionale	26,5	23,4	20,6	19,5	19,6	20,4	21,6
-- Pubblico	3,9	3,7	2,5	2,3	2,3	2,2	2,2
-- Privato	22,6	19,8	18,0	17,2	17,3	18,2	19,3
FRANCIA:							
-- Nazionale	25,2	25,4	20,8	19,7	20,1	21,0	21,5
-- Pubblico	n.d.	3,4	3,2	3,2	3,0	3,1	3,3
-- Privato	n.d.	22,0	17,6	16,5	17,1	17,9	18,2
ITALIA:							
-- Nazionale	26,4	25,8	22,8	20,9	20,9	21,6	21,8
-- Pubblico	3,1	3,1	3,6	3,6	3,5	3,5	3,6
-- Privato	23,3	22,7	19,2	17,3	17,3	18,1	18,2
REGNO UNITO:							
-- Nazionale	18,9	19,8	17,4	17,0	17,9	20,4	20,3
-- Pubblico	4,1	4,1	1,8	1,8	1,6	1,2	1,7
-- Privato	14,8	15,7	15,6	15,2	16,4	19,1	18,5
CANADA:							
-- Nazionale	24,2	24,5	22,2	21,5	22,4	23,1	23,6
-- Pubblico	4,2	3,4	2,6	2,6	2,4	2,4	2,4
-- Privato	20,0	21,0	19,6	18,9	20,0	20,8	21,1
OCSE							
Totale	22,8	23,5	21,0	20,4	20,6	21,0	21,4

Saldi delle partite correnti

(In miliardi di dollari; in parentesi in % del prodotto lordo)

	1973-79	1980-89	1987	1988	1989	1990
Stati Uniti	0,1 (0,1)	-80,6 (-2,1)	-162,3 (-3,6)	-128,9 (-2,6)	-110,0 (-2,1)	-99,3 (-1,8)
Giappone	2,4 (0,3)	41,5 (2,1)	87,0 (3,6)	79,6 (2,7)	57,2 (2,0)	35,8 (1,2)
Germania	4,4 (1,1)	21,2 (2,1)	45,9 (4,1)	50,5 (4,2)	57,2 (4,8)	47,9 (3,2)
Francia	1,2 (0,2)	-4,0 (-0,6)	-5,0 (-0,6)	-4,4 (-0,5)	-4,6 (-0,5)	-7,8 (-0,7)
Italia	0,1 (-0,4)	-4,4 (-0,8)	-1,1 (-0,1)	-5,8 (-0,7)	-10,6 (-1,2)	-14,4 (-1,3)
Regno Unito	2,0 (-1,0)	-2,7 (0,0)	-7,7 (-1,0)	-27,7 (-3,3)	-32,6 (-3,9)	-22,7 (-2,4)
Canada	-3,2 (-1,6)	-3,7 (-0,8)	-6,9 (-1,7)	-8,3 (-1,7)	-14,1 (-2,6)	-13,7 (-2,4)
Totale OCSE	-8,2 (-0,2)	-46,4 (-0,5)	-56,6 (-0,4)	-49,9 (-0,4)	-78,3 (-0,5)	-93,5 (-0,6)

Fonte: OCSE, Economic Outlook, luglio 1991.

Flussi netti di risorse e trasferimenti ai FVS, 1980-1990

(in miliardi di dollari)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Flussi netti di risorse (lungo termine)	82,80	99,90	88,40	68,20	61,90	56,60	51,20	46,10	60,90	63,30	71,00
Finanziamenti ufficiali allo sviluppo	32,60	33,70	33,80	31,60	34,00	31,80	33,60	32,20	36,30	36,60	46,90
Doni	12,50	11,40	10,40	9,90	11,40	13,20	14,00	14,90	18,00	18,60	19,50
Prestiti netti	20,10	22,30	23,40	21,70	22,60	18,60	19,60	17,30	18,30	18,00	27,40
Bilaterali	12,20	12,90	11,90	10,60	10,30	6,40	6,30	4,90	6,80	6,10	10,40
Multilaterali	7,80	9,40	11,50	11,00	12,40	12,20	13,30	12,40	11,50	11,90	16,90
Prestiti privati (netti)	41,10	53,30	43,60	28,10	19,60	14,30	8,10	0,70	5,50	4,30	2,30
Banche commerciali	30,80	44,00	30,90	19,80	14,60	4,70	2,40	-1,10	0,70	3,00	...
Obbligazioni	1,10	1,30	4,80	1,00	0,30	5,00	1,30	0,20	2,20	0,30	...
Altri	9,20	8,00	7,80	7,40	4,70	4,50	4,40	1,60	2,60	1,00	...
Investimenti diretti	9,10	12,90	11,10	8,50	8,30	10,50	9,50	13,20	19,10	22,40	21,80
Trasferimenti netti (lungo termine) (1)	37,00	45,70	27,40	10,50	-0,90	-7,40	-10,00	-16,80	-9,50	-1,00	9,30

Fonte: Banca mondiale, World Debt Tables, 1990-91.

(1) Flussi netti di risorse meno i pagamenti per interessi e i profitti reinvestiti e rimpatriati.

Finanziamenti bancari ed emissioni internazionali di obbligazioni

(in miliardi di dollari)

	1975	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Finanziamenti internazionali												
Consistenze (1)	265	810	945	1.020	1.085	1.285	1.485	1.805	2.270	2.450	2.825	3.350
Tasso di crescita (in %)	15	22	17	8	6	18	16	21,5	25,8	7,9	15,3	18,6
Flussi (2)												
Flussi lordi	50	160	165	95	85	90	105	200	300	225	410	380
	88	241	265	181	106	124	234	512	598	425	410	...
Obbligazioni internazionali												
Consistenze	...	...	...	259	...	...	557	773	991	1.098	1.252	1.473
Flussi netti (3)	...	...	...	58	59	90	132	163	105	144	166	118

Fonti: BRI, OCSE.

(1) Al netto dei rapporti interbancari. (2) Al netto dei flussi interbancari. (3) Emissioni meno rimborsi.

**Transazioni finanziarie e transazioni correnti
con l'estero dell'Italia**
(in miliardi di lire)

Anni	Transazioni finanziarie	Transazioni correnti
1980	92.658	197.752
1981	134.252	251.753
1982	122.258	287.925
1983	158.233	308.524
1984	191.088	373.488
1985	218.454	419.352
1986	247.092	398.265
1987	261.544	427.556
1988	343.698	475.142
1989	535.690	560.598
1990	815.503	634.173

Fonte: Banca d'Italia, Relazione annuale, 1991.