

BANCA D'ITALIA

**ASSEMBLEA
GENERALE ORDINARIA
DEI PARTECIPANTI**

TENUTA IN ROMA IL GIORNO 31 MAGGIO 1991

**ANNO 1990
NOVANTASETTESIMO ESERCIZIO**



CONSIDERAZIONI FINALI

BANCA D'ITALIA

**ASSEMBLEA
GENERALE ORDINARIA
DEI PARTECIPANTI**

TENUTA IN ROMA IL GIORNO 31 MAGGIO 1991

ANNO 1990
NOVANTASETTESIMO ESERCIZIO

CONSIDERAZIONI FINALI

Signori Partecipanti,

come di consueto la Relazione che Vi viene oggi presentata espone e interpreta gli accadimenti dell'economia nell'anno trascorso; dà conto dell'operato della Banca, nelle sedi internazionali e in Italia; illustra l'azione svolta nella conduzione della politica monetaria, nell'esercizio della funzione di vigilanza, nei servizi di pagamento. Da essa appare l'intensità dei cambiamenti che investono il sistema finanziario e in particolare il settore creditizio. Mutano la legislazione, la regolamentazione, l'articolazione organizzativa e territoriale, le strutture di bilancio, i servizi alla clientela, le forme di cooperazione fra gli enti creditizi. Coloro che operano nelle banche avvertono che l'economia e la società chiedono capacità affinate, servizi diversificati, più efficienti; nel definire e attuare gli indirizzi di fondo, così come nell'attività quotidiana, essi sono impegnati a sostenere lo sforzo che il Paese compie nel confronto europeo.

Con le banche, la Banca centrale fa sistema: nel creare la moneta, nel trasferirla tra i soggetti che producono e scambiano. Negli anni recenti la Banca d'Italia ha impostato, e in larga misura portato a compimento, una trasformazione del modo con cui svolge le proprie funzioni. L'avvio di moderne procedure che interessano la riserva obbligatoria e la movimentazione dei titoli di Stato, il nuovo assetto della Vigilanza sono fra le principali realizzazioni dell'anno trascorso. In stretta collaborazione con il sistema bancario e con altri operatori e istituzioni, sono stati sviluppati il mercato dei titoli di Stato, quello interbancario dei depositi, importanti progetti nel sistema dei pagamenti.

I mutamenti del *modus operandi* della Banca si riflettono nei criteri e nelle modalità di organizzazione e di gestione delle risorse umane e tecniche, al centro e nelle filiali. Queste ultime sono interessate da un vasto progetto di riforma dei settori operativi; al tempo stesso è in corso l'ammodernamento della loro struttura di trasmissione e di elaborazione dati. Anche nell'Amministrazione centrale l'automazione si estende, induce altre innovazioni. Tutto ciò richiede ed è sostenuto da un'attività intensa di formazione e di addestramento.

L'avanzamento nel quale la Banca d'Italia è impegnata è frutto, nella ideazione e nell'esecuzione, dell'opera di una compagine del personale preparata, tesa alla ricerca del meglio, consapevole dei valori dell'Istituto. A essa va il mio ringraziamento, nella fiducia che la sua perseverante applicazione consentirà alla Banca di continuare a svolgere i propri compiti istituzionali in modo rispondente alle esigenze di una società che progredisce.

Questa Assemblea, la Banca tutta, vorranno ricordare con me Rinaldo Ossola, deceduto nel dicembre scorso. Egli ricoprì la carica di Vice Direttore Generale dal 1969 al 1975, quella di Direttore Generale nel 1975-76, svolgendo nel contempo intensa attività diplomatica nelle sedi della cooperazione economica multilaterale; fu in seguito chiamato a responsabilità di Governo. Conserveremo viva la memoria della Sua dedizione al servizio della Banca, per quasi quarant'anni, e dell'intero Paese; della competenza; dell'intelligenza; della capacità propositiva con cui contribuì al rinnovamento del sistema monetario internazionale.

L'economia internazionale

La congiuntura e le prospettive

Dopo un'espansione durata sette anni, l'economia mondiale presentava, già nella prima metà del 1990, segni di decelerazione; ad agosto, la crisi del Golfo Persico ha suscitato una folata di incertezza che ha indotto famiglie e imprese a ridimensionare ulteriormente i piani di spesa e si è propagata al mondo della produzione. Si sono acuite le difficoltà della trasformazione economica nei paesi dell'Europa centro-orientale e nell'Unione Sovietica.

I principali paesi industriali hanno confermato, di fronte agli eventi del Golfo, l'orientamento alla stabilità delle politiche economiche, al fine di impedire che l'aumento dei costi dell'energia si radicasse in un ritmo più rapido di ascesa dei prezzi. In un mercato scosso da aspettative sfavorevoli, si è inteso offrire punti di riferimento, anche attraverso un attento controllo della moneta. L'impennata dei prezzi è stata di breve durata: fra luglio e novembre l'inflazione in questi paesi è cresciuta di oltre un punto, al 5,8 per cento, riflettendo il rincaro del petrolio; è poi discesa, fino al 4,8 per cento nell'aprile scorso.

Nel 1990 il commercio mondiale si è sviluppato al ritmo del 4,6 per cento, rispetto al 7,2 del 1989. Nell'insieme dei paesi industriali la crescita del prodotto è stata del 2,6 per cento, ma nel secondo semestre ha di poco ecceduto l'1 per cento in ragione d'anno. L'andamento del ciclo non è stato uniforme; alla netta flessione, in corso d'anno, dell'attività negli Stati Uniti, in Canada e nel Regno Unito, si è contrapposta una crescita sostenuta, ancorché in decelerazione, in Germania e in Giappone; in posizione intermedia si sono collocate la Francia e l'Italia, dove il prodotto è aumentato di circa un punto meno che nel 1989.

Negli Stati Uniti la condizione ciclica e la minore propensione delle banche a erogare credito in presenza di un deterioramento degli attivi hanno sollecitato un allentamento della politica monetaria, sfociato, a dicembre e nuovamente quest'anno, a febbraio e ad aprile, nella riduzione dei tassi d'interesse ufficiali.

Per effetto dell'unificazione, la crescita dell'economia tedesca è stata elevata nelle regioni occidentali; in quelle orientali produzione e occupazione sono bruscamente diminuite. A causa dei cospicui trasferimenti necessari per la riconversione economica delle regioni orientali, i conti pubblici, nel 1989 pressoché in equilibrio nella Germania federale, si sono chiusi nel 1990 nella Germania unita con un ampio saldo passivo, pari a quasi il 4 per cento del prodotto. Nel 1991 il disavanzo pubblico, pur frenato dai recenti provvedimenti fiscali, è previsto salga ancora di oltre un punto; al fine di contrastare la pressione che esso esercita sulle risorse, la politica monetaria si è fatta più stringente. Anche in Giappone le autorità monetarie hanno agito in senso restrittivo, per moderare la domanda e contenere l'ascesa dei prezzi dei cespiti patrimoniali.

Gli squilibri nei pagamenti correnti dei maggiori paesi si sono ridotti, riflettendo il diverso andamento ciclico e i mutamenti nelle posizioni competitive. In Giappone, l'attivo è risultato di poco superiore all'1 per cento del prodotto, contro il 2 del 1989 e oltre il 4 del 1986. L'avanzo dei conti con l'estero della Germania unita è diminuito per effetto dello sviluppo della domanda interna, in seguito all'unificazione; ne hanno tratto beneficio principalmente i paesi della Comunità che con la Germania più intensamente commerciano, come l'Italia, la Francia, il Belgio e i Paesi Bassi. Negli Stati Uniti, il disavanzo, pur in flessione dal 1988, resta di circa 100 miliardi di dollari, pari all'1,8 per cento del prodotto nazionale lordo; alimenta una posizione debitoria netta sull'estero del paese che ha superato i 700 miliardi di dollari.

La fine delle ostilità nella regione del Golfo Persico ha rimosso dall'orizzonte un elemento di incertezza che rischiava di far precipitare il rallen-

tamento dell'economia mondiale in recessione generalizzata. I prezzi del greggio, che avevano toccato punte di 40 dollari per barile, sono ridiscesi al di sotto dei 20; si è dileguato il pericolo dell'acuirsi dell'inflazione suscitato dalle vicende del Golfo. Ne è seguito, in vari paesi, un calo dei tassi d'interesse di mercato e di quelli ufficiali. Sui mercati valutari, il dollaro si è risollevato, pur con ampie oscillazioni, dai livelli particolarmente depressi toccati nell'anno scorso, riflettendo nella percezione degli operatori prospettive migliori per l'economia degli Stati Uniti.

Nei paesi dove l'attività economica è più debole, le politiche sono state volte a evitare che la fase ciclica negativa si protragga e si diffonda. Nei recenti incontri di Washington i paesi del Gruppo dei Sette hanno sottolineato l'importanza di un'azione concertata, ancorché diversamente articolata in funzione delle condizioni specifiche di ciascuno, che promuova la crescita dell'economia mondiale nella stabilità dei prezzi. Attraverso un'appropriata combinazione di politiche economiche, che attenui la pressione dei bilanci pubblici sui mercati dei capitali, si potrà consolidare la discesa dei tassi di interesse, già avviata in numerosi paesi.

Risparmio e investimenti nell' economia mondiale

I mutamenti in atto e in prospettiva confermano il convincimento, manifestato in questa sede due anni fa, che la scarsità di risparmio è problema che incombe sull'economia mondiale nella sua interezza. L'evidenza di questa scarsità scaturisce dal confronto con le cospicue esigenze di investimento. Una forte domanda di risorse proviene dalle economie meno progredite, spesso oppresse dal carico del debito con l'estero; dalle regioni che più hanno sofferto del conflitto nel Golfo Persico. I bisogni di investimento nei paesi dell'Europa centro-orientale e nell'Unione Sovietica si rivelano ingenti. Nello stesso mondo industrializzato premono esigenze di miglioramento delle infrastrutture civili, di riassetto del territorio, di protezione dell'ambiente; le tendenze demografiche aggravano gli oneri sui sistemi previdenziali e sanitari.

Fra gli anni sessanta e gli anni ottanta il risparmio lordo si è ridotto, in rapporto al reddito, nel complesso dei paesi dell'OCSE: la flessione è stata di circa tre punti percentuali. Vi hanno concorso il rallentamento della crescita, l'invecchiamento della popolazione, la diffusione di sistemi di sicurezza sociale, lo sviluppo di strumenti e di intermediari finanziari che consentono un più facile ricorso delle famiglie al credito. La contrazione si

è prodotta soprattutto nel settore pubblico: sebbene negli ultimi anni la condizione della finanza pubblica sia migliorata in alcuni importanti paesi, in altri lo Stato attinge tuttora al risparmio privato per finanziare le spese correnti.

I tassi d'interesse reali, lievemente positivi negli anni sessanta e prossimi allo zero negli anni settanta, hanno raggiunto all'inizio del decennio passato livelli storicamente elevati, sulla spinta delle politiche di disinflazione; si sono poi attestati intorno al 4 per cento. Movendo da una condizione che li vedeva ampiamente inferiori al ritmo di crescita del prodotto, i tassi d'interesse reali sono a esso superiori ormai da oltre dieci anni; stanno mostrando una notevole rigidità verso il basso.

Sarebbe viziato da eccessiva semplificazione associare meccanicamente scarsità di risparmio e andamento dei tassi d'interesse reali. Il fenomeno è complesso; ardua l'individuazione delle cause e del rispettivo peso: oltre allo squilibrio fra offerta di risparmio e domanda di fondi per l'investimento, vi concorrono l'accresciuta redditività del capitale, il sovraccarico di compiti gravanti sulle politiche monetarie, il permanere dell'incertezza.

I nostri sistemi non sono condannati agli attuali livelli dei tassi reali; alla loro riduzione possono pervenire politiche economiche che, nei maggiori paesi, perseverino nell'orientamento volto ad assicurare la stabilità dei prezzi e delle aspettative, ad attenuare la pressione dei disavanzi pubblici di parte corrente sulle risorse reali e finanziarie, a favorire la formazione di risparmio nel settore privato. Anche nelle aree meno sviluppate, guadagni di efficienza e più sostenuti ritmi di crescita potranno generare risorse aggiuntive. Tassi dell'interesse reali meno elevati favorirebbero la ripresa dell'attività produttiva; allevierebbero gli oneri che gravano sui paesi più indebitati; agevolerebbero la realizzazione degli investimenti necessari alle economie in via di sviluppo e alla trasformazione di quelle pianificate.

Nei paesi dell'Europa centro-orientale i problemi della formazione e della mobilitazione del risparmio si intersecano con le difficoltà nel coniugare trasformazioni politico-istituzionali e transizione a un sistema di mercato. La qualità delle strutture produttive si rivela inadeguata alle esigenze di economie sempre meno protette; il rinnovamento, necessariamente profondo, passa attraverso una fase di caduta della produzione.

Il recente rapporto del Gruppo dei Dieci ha sottolineato l'esigenza che nei paesi dell'est europeo le riforme di struttura siano attuate in tempi brevi, per evitare i più elevati costi e rischi di un'impostazione gradualista. La

condizionalità associata all'assistenza finanziaria fornita dalle istituzioni internazionali deve mirare a stimolare le riforme. A queste è legato l'afflusso degli aiuti basati su accordi bilaterali e degli investimenti diretti, indispensabile, nella fase di trasformazione e di decollo di queste economie, per integrare il risparmio interno, introdurre tecnologie competitive, attivare il capitale umano abbondante e dotato di potenzialità di cui esse dispongono.

Nell'Unione Sovietica gli squilibri reali e monetari si stanno accentuando. La produzione è in continua flessione. Le inefficienze della rete di trasporto e di distribuzione si riverberano sull'approvvigionamento dei mercati di consumo e sulla regolarità dei rifornimenti di materie prime e di semilavorati all'industria; fenomeni di accaparramento sono acuiti dalla sfiducia nella moneta; persiste un eccesso di liquidità che alimenta l'inflazione. All'azione riformatrice, al suo perseverare è affidato il compito di contenere i tempi della fase involutiva, di portare a compimento la transizione.

Fra i paesi in via di sviluppo, alcuni, in particolare nell'America Latina, stanno attuando programmi di risanamento: la crescita si svolge in condizioni più equilibrate; sono ripresi gli afflussi di capitali privati. Ma la maggior parte di queste economie stenta a condurre le necessarie politiche. Nel 1990 le loro difficoltà sono state aggravate, oltretutto dagli effetti della crisi del Golfo Persico, dalla minore espansione dei mercati di assorbimento nei paesi industriali, dalla discesa dei corsi delle materie prime, da limitazioni al commercio internazionale che i negoziati del GATT tardano a rimuovere. Complessivamente, il saggio di crescita delle aree meno sviluppate è stato appena dell' 1,5 per cento, la metà di quello dell'anno precedente, inferiore all'incremento demografico.

Le difficoltà dei paesi più poveri danno luogo ad ampie ondate migratorie. Per l'Europa, il fenomeno ha assunto particolare rilievo nel bacino del Mediterraneo; è di dimensioni crescenti anche fra l'Est e l'Ovest. Nella zona del Mediterraneo, la propensione a emigrare riflette l'impetuoso incremento della popolazione, soprattutto nell'Africa del Nord, e la maggior consapevolezza dei dislivelli di reddito; vi contribuisce altresì la domanda di lavoro in settori ormai non più ricercati dalla manodopera europea. Secondo proiezioni ampiamente condivise, mentre la popolazione in età di lavoro dei paesi della riva settentrionale aumenterà entro il 2020 di pochi milioni di unità, quella dei paesi delle rive meridionale e orientale si espanderà di oltre 100 milioni, prevalentemente nelle zone urbane. La pressione di aree così vicine pone ai paesi industrializzati dell'Europa l'esigenza di dotarsi di efficaci e omogenei strumenti che regolino i flussi migratori, agevolino l'inserimento degli immigrati, sostengano con adeguate risorse lo sviluppo dei paesi di origine.

L'Unione economica e monetaria dell'Europa

Nel corso del 1990, il processo di sviluppo della Comunità ha conosciuto un'accelerazione: agli obiettivi originari si è aggiunta la ricerca di un nuovo equilibrio continentale in cui inscrivere la fine del bipolarismo Est-Ovest e l'unificazione della Germania. In questa nuova prospettiva i Consigli europei tenutisi a Dublino e a Roma hanno definito modi e tempi dell'innesto, nella realtà in divenire del mercato unico, del progetto di Unione economica e monetaria e di un disegno di evoluzione verso l'Unione politica. Le due Conferenze intergovernative apertesesi a Roma nel dicembre scorso stanno predisponendo i necessari trattati. Le difficoltà che la Comunità ha incontrato nello svolgere una politica coordinata durante la crisi del Golfo hanno sottolineato la debolezza di una costruzione incompiuta, l'esigenza di portarla a compimento.

L'attuazione del mercato unico procede spedita. L'opera di legislazione comunitaria è a uno stadio avanzato. Nel 1990 anche il grado di recepimento negli ordinamenti interni di tale legislazione, nel frattempo arricchitasi di nuove direttive, è salito rapidamente, ancorché in misura non uniforme fra i paesi membri.

La prima linea lungo cui l'azione comunitaria muove è l'abbattimento delle rimanenti barriere non tariffarie, che interessa un ampio spettro di settori. La seconda linea è la politica della concorrenza, che si sta rivelando un potente fattore di mutamento strutturale. Nell'anno trascorso la Commissione, che in questo campo dispone di vaste competenze anche esecutive, ha avviato una politica comunitaria in materia di concentrazioni e ha intensificato l'intervento sulle politiche nazionali di aiuti alle imprese. La recente conferma, da parte della Corte di Giustizia, del potere della Commissione di intervenire per eliminare il monopolio pubblico nelle telecomunicazioni apre la politica della concorrenza anche a settori come il trasporto aereo, i servizi postali, l'energia, il trasporto ferroviario.

A questi significativi avanzamenti si sono contrapposte difficoltà sul fronte dell'armonizzazione fiscale. In alcuni importanti aspetti, quali quelli riguardanti le accise e VIVA, esse sembrano ora avviate al superamento. Si stenta invece a progredire nel cruciale campo delle imposte sul risparmio: da quasi due anni, dopo che il Consiglio respinse le proposte della Commissione, la questione è stata accantonata, nonostante l'impegno assunto allorché venne approvata la direttiva sulla liberalizzazione dei movimenti di capitale.

La prima fase dell'Unione economica e monetaria è iniziata lo scorso luglio. Con l'adesione del Regno Unito all'accordo di cambio dello SME,

per la prima volta nella storia dell'Europa comunitaria i quattro maggiori paesi partecipano a un'intesa che limita le variazioni del cambio senza alcuna restrizione ai movimenti dei capitali. Ciò richiede che sia rafforzato, nell'ambito del Comitato dei Governatori, il coordinamento delle politiche monetarie.

Nei lavori della Conferenza intergovernativa sull'Unione economica e monetaria ha trovato conferma il sostanziale accordo sulle finalità da raggiungere: la creazione di una Banca centrale unica con pienezza di autonomia, la disciplina delle politiche di bilancio nazionali, la convergenza delle economie dei paesi membri, il passaggio finale a una sola moneta. Non deve sorprendere che all'atto di consacrare con norme giuridiche e istituzioni comuni l'unione di sistemi e tradizioni radicati nella storia dei singoli paesi si faccia serrato il confronto delle posizioni, tra i paesi e all'interno di questi, sulle modalità della transizione.

Le conclusioni raggiunte a Roma prevedono che, sulla base del nuovo trattato e di una significativa convergenza economica, la fase transitoria si avvii all'inizio del 1994, con la creazione della Banca centrale europea. Vi è chi argomenta che la nuova istituzione non sia necessaria finquando la responsabilità ultima della politica monetaria rimarrà affidata alle autorità nazionali. È invece nostra opinione che sia necessario dar vita all'istituzione centrale all'inizio della fase transitoria, quale garanzia dell'impegno assunto e come strumento per la realizzazione degli obiettivi del trattato; uguale funzione ha avuto e ha tuttora la Commissione nella creazione del mercato unico. Abbandonare questo metodo indebolirebbe la credibilità del procedere verso una politica monetaria unica e tassi di cambio irrevocabilmente fissi; si genererebbero incertezze sulla costruzione finale; ne soffrirebbero i mercati.

Non meno essenziale è il conseguimento di condizioni economiche più omogenee ancor prima che inizi la fase transitoria. Paesi con una finanza pubblica sana e una moneta stabile difficilmente troveranno il necessario sostegno dei cittadini a un'unione monetaria con paesi che da quella condizione divergano. Nella fase finale dell'Unione sarà la Comunità stessa a esercitare una disciplina sugli Stati membri in materia di pubblica finanza. Ma già oggi le procedure di sorveglianza multilaterale prevedono che gli Stati concordino in sede comunitaria le linee della loro politica di convergenza.

L'Italia è parte essenziale della storia e della vita della Comunità europea, con un positivo scambio di apporti e di impulsi che ha segnato oltre un quarantennio: il nesso tra ciò che il Paese deve fare e ciò che la costruzione comunitaria richiede diviene oggi più stretto e più serrato nei tempi.

Andamento dell'economia e politica economica in Italia

I risultati del 1990

In Italia, il 1990 è stato segnato da decelerazione produttiva; accentuate tensioni inflazionistiche di origine interna; più ampio disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Sull'abbrivo dell'espansione degli anni ottanta, l'occupazione ha registrato una crescita di 300 mila persone, concentrata nei servizi privati. Il fabbisogno pubblico è risultato di 140 mila miliardi, 7 mila più del limite prefissato, nonostante la manovra suppletiva del maggio.

La decelerazione dell'attività economica ha seguito il ciclo internazionale, ma è dipesa anche dalla domanda interna. Già nella primavera si erano manifestati i segni di una crescita più moderata degli investimenti e dell'esaurirsi della prolungata espansione della spesa per beni di consumo durevoli. Il clima di fiducia è peggiorato da agosto, con la crisi del Golfo Persico. L'accrescimento del prodotto è risultato del 2 per cento nell'intero anno, con un sensibile rallentamento nel secondo semestre; dal primo trimestre, l'occupazione è aumentata di poco nel complesso dell'economia, si è contratta nell'industria manifatturiera.

Il rialzo dei prezzi al consumo è stato nella media dell'anno del 6,5 per cento. Scesa al 6 per cento a maggio, l'inflazione è successivamente risalita, collocandosi a dicembre al 6,6 per cento. Il fenomeno non è imputabile, al di là del profilo infrannuale, a fattori esterni: la stabilità della lira nello SME, la debolezza del dollaro, i più bassi corsi delle materie prime diverse dalle fonti di energia hanno determinato una riduzione del valore medio unitario in lire delle merci importate, nonostante il rincaro del petrolio.

L'aumento del deflatore del prodotto lordo, che meglio riflette la componente interna dell'inflazione, è stato del 7,5 per cento, un punto e mezzo in più che nel 1989. Le retribuzioni per unità di lavoro nel settore privato sono cresciute del 7,4 per cento. Nei rinnovi dei contratti delle principali categorie, l'esigenza di non perdere competitività si è scontrata con la spinta imitativa esercitata dai forti incrementi delle retribuzioni nel settore pubblico: questi hanno superato il 15 per cento, nove punti oltre l'aumento del costo della vita.

La stabilità del cambio e il rallentamento della domanda hanno indotto le imprese industriali a traslare sui prezzi solo parzialmente gli incrementi

dei costi. La riduzione dei margini di profitto ha difeso le quote nel mercato internazionale. Il saldo commerciale è migliorato di 3.500 miliardi, di oltre 5 mila al netto della componente energetica, chiudendo il 1990 in pareggio. Si è avvertita l'espansione della domanda in Germania: in valore, le nostre esportazioni verso il mercato tedesco sono cresciute di oltre il 18 per cento. Per il complesso delle partite correnti, tuttavia, il disavanzo è salito a 17.300 miliardi, soprattutto a causa dell'aggravarsi dello sbilancio nei redditi da capitale, giunto a 16 mila miliardi.

L'apertura dell'Italia ai mercati finanziari internazionali ha avuto negli ultimi anni una forte, positiva accelerazione. Come è avvenuto per altri paesi, nella nostra bilancia dei pagamenti oggi prevalgono le transazioni attribuite al conto capitale. Questo mutamento di fondo chiama i mercati e gli intermediari a confrontarsi nella finanza internazionale; ha implicazioni sul modo di operare della politica monetaria.

La conduzione della politica monetaria e del cambio

Nella sua azione, la Banca d'Italia ha mirato a contemperare l'apporto antinflazionistico di un cambio inscritto nella banda stretta e il rispetto degli obiettivi di crescita della moneta con l'esigenza di contenere i tassi d'interesse per non gravare sull'economia. La stabilità del cambio e la libertà di movimento dei capitali limitano il margine di manovra della Banca centrale ai fini dell'equilibrio interno dell'economia. Ma quello spazio non si è annullato. Dei gradi di libertà che ancora sussistono, fintantoché l'integrazione europea non sarà completa, si è fatto ampio uso. La credibilità acquisita nella tenuta di fondo del cambio ha permesso di fronteggiare eventi imprevedibili con limitati movimenti della lira e con deviazioni di breve periodo della creazione di moneta dai sentieri di crescita programmati.

Tra gennaio e luglio la percezione da parte degli operatori di un minor rischio sugli investimenti in lire ha reso possibile la discesa dei tassi d'interesse interni rispetto a quelli tedeschi; sul mercato interbancario il differenziale è calato da 4,6 a 3,2 punti. Il rendimento medio dei titoli pubblici è diminuito; quello dei BOT, al netto della ritenuta d'imposta, dall' 11,2 al 10,1 per cento. Il movimento crescente dei capitali ha dato luogo a saldi attivi netti, che consolidavano la posizione della lira. La fase, oltremodo delicata, apertasi con l'adesione alla banda stretta e con la liberalizzazione valutaria si è compiuta senza tensioni.

Dopo l'inizio della crisi del Golfo, la politica monetaria ha mantenuto il proprio orientamento, riflesso nella tendenziale stabilità dei tassi di inte-

resse reali. La costanza dell'orientamento di fondo non implica automatismo nella conduzione della politica monetaria. Agli inizi di settembre, il mercato, turbato nelle attese, rinnovava solo in parte i titoli di Stato a medio termine in scadenza, sebbene il Tesoro avesse elevato di mezzo punto il rendimento base sui BTP. Per contrastare nei suoi eccessi il rialzo dei tassi oltre il breve termine, la Banca d'Italia, in una situazione di forza della lira, per alcuni giorni non ha drenato la liquidità aggiuntiva creatasi. Il segnale è stato subito recepito: gli operatori hanno richiesto sul mercato secondario titoli con rendimenti inferiori a quelli offerti nelle emissioni di inizio mese; nelle aste di metà settembre la domanda è tornata a superare l'offerta; l'aumento dei tassi si è riavvicinato a quello osservato negli altri paesi.

In novembre, la Bundesbank aumentava i tassi d'interesse ufficiali; il fabbisogno del Tesoro superava ampiamente la previsione del mese. La tenuta della lira nello SME e il contenimento dell'espansione monetaria richiedevano interventi sul mercato dei cambi e tassi a breve termine più elevati: il rendimento medio dei BOT si attestava sull'11,5 per cento fra dicembre e i primi del marzo scorso, con un aumento di un punto e mezzo rispetto a settembre. Variazioni ancora più pronunciate subivano i tassi interbancari; il loro differenziale con quelli tedeschi tornava, temporaneamente, verso i valori dell'inizio del 1990. La risposta della politica monetaria e del cambio ha frenato il peggioramento delle aspettative. I rendimenti a medio termine sul mercato secondario sono aumentati nello scorcio dell'anno meno di mezzo punto percentuale, dall'11,6 per cento di settembre; dal febbraio 1991 hanno mostrato segni di flessione, anche rispetto ai tassi all'estero. Le pressioni al ribasso sulla lira hanno perso d'intensità, sino a cambiare di segno nel marzo scorso.

Nell'insieme del 1990, il Tesoro ha collocato un volume eccezionalmente cospicuo di titoli di Stato, per il rinnovo di quelli in scadenza e per la copertura del disavanzo: 755 mila miliardi, pari al 58 per cento del prodotto interno lordo, rispetto ai 598 mila del 1989. L'importo riflette a un tempo l'elevatezza del debito pubblico e la brevità delle scadenze.

Gli adeguamenti solo parziali dei tassi bancari attivi al rialzo dei tassi del mercato monetario degli ultimi mesi dell'anno hanno reso più conveniente l'indebitamento bancario per acquisire titoli a breve termine. Ciò ha concorso a determinare un'accelerazione del credito, che ha invertito la tendenza al rallentamento dei primi mesi. Nel 1990, l'espansione dei finanziamenti interni al settore non statale è stata del 15,5 per cento, tre punti in meno del 1989, ma tre punti e mezzo in più rispetto alla previsione. La domanda di credito è stata alimentata dal più basso grado di autofinanziamento delle imprese e dalla maggiore intensità delle transazioni in cespiti patrimoniali, reali e finanziari.

Le attività finanziarie sull'interno sono cresciute dell'11,9 per cento. È stata contenuta la componente più liquida. In una situazione in cui la crescita del prodotto in termini nominali è risultata superiore alle previsioni, l'aumento della quantità di moneta è rimasto per quasi tutto l'anno entro la fascia stabilita, fino a quando, in dicembre, ha segnato una punta del 9,9 per cento rispetto al dicembre del 1989, superando il limite del 9 per cento; hanno influito sullo scostamento gli accadimenti di fine anno. All'inizio del 1991 l'espansione della massa monetaria è rallentata, mantenendosi fra gennaio e aprile nei margini più rigorosi stabiliti per l'anno in corso.

L'afflusso di riserve valutarie sino all'estate, 24 mila miliardi, il deflusso negli ultimi mesi, 9 mila miliardi, hanno dato luogo nell'intero 1990 a un aumento di riserve di 15 mila miliardi. Esso rispecchia la condizione di un'economia che aderisce a un'area di cambi stabili movendo da un'inflazione, corrente e attesa, più elevata, da ampio disavanzo nei conti pubblici, da persistenti difficoltà nel regolare la dinamica dei redditi; la convergenza del nostro ritmo d'inflazione richiede tassi d'interesse reali non inferiori a quelli dei paesi a moneta più stabile. Di fatto, i tassi d'interesse in termini reali si mantengono da noi sui livelli degli altri principali paesi industriali. Nel valutare l'aumento delle riserve, e il loro stesso ammontare alla fine dell'anno, pari a circa 73 mila miliardi di lire, oro escluso, occorre tener conto dell'intensificarsi dei flussi di capitali, in entrata e in uscita, e della posizione debitoria netta del Paese sull'estero: nel 1990 i primi hanno superato gli 800 mila miliardi, la seconda ha raggiunto i 125 mila, sempre se si esclude lo *stock* aureo, pari a oltre 30 mila miliardi.

La persistenza dell'inflazione e la condizione attuale dell'economia

Le risultanze dell'economia nel 1990, lo stesso resoconto del governo della moneta confermano l'esperienza di un triennio: disciplina del cambio e integrazione finanziaria contribuiscono a ridurre, non possono colmare da sole, la distanza che ci separa dai paesi più stabili nello SME. Affinché l'inflazione sia piegata, alla fermezza del cambio deve accompagnarsi un mutamento dei comportamenti dai quali dipendono i fattori interni di costo.

Con riferimento ai dati medi annui, fra il 1987, allorché avvenne l'ultimo effettivo riallineamento nello SME, e il 1990, il cambio nominale della lira si è deprezzato del 2,6 per cento nell'intero periodo rispetto alle valute della banda stretta, del 2,8 con il marco tedesco; è rimasto pressoché invariato nei confronti delle monete del più ampio complesso dei nostri concor-

renti. Questo indirizzo ha contenuto l'inflazione importata; ha moderato la crescita dei costi interni, non sino ad allinearla a quella dei concorrenti. I prezzi in lire delle importazioni sono cresciuti in media del 3,6 per cento l'anno, determinando una significativa compressione, di circa un punto all'anno, della dinamica dei prezzi al consumo rispetto a quella del deflatore del prodotto interno lordo.

L'inflazione, che nel 1987 era scesa al 4,7 per cento, da oltre il 20 del 1980, si è attestata, nella media del triennio, al 5,9 per cento. Non siamo riusciti a ridurre il differenziale con i paesi che aderiscono alla banda stretta: esso permane superiore ai tre punti percentuali. A innalzare l'inflazione dei prezzi al consumo ha contribuito la fiscalità indiretta, per quasi mezzo punto all'anno nel triennio.

Pur con oscillazioni, tra il 1987 e il 1990 si è cumulata una perdita di competitività di prezzo nei prodotti industriali del 4,2 per cento, in parte attribuibile al deprezzamento del dollaro e dello yen; nei confronti delle economie che aderiscono alla banda stretta la flessione è stata del 3,6 per cento. La perdita della competitività di prezzo va almeno arrestata, riconducendo stabilmente l'inflazione al livello di quella dei paesi concorrenti. Ma la condizione di disavanzo nelle partite correnti con l'estero, in cui si versa da un decennio, deve trovare rimedio anche in un aumento del risparmio nazionale, segnatamente nel settore pubblico. Il rispetto del vincolo esterno si ricongiunge così col risanamento della finanza pubblica. Al segno negativo nel risparmio dello Stato ha corrisposto negli anni passati l'insufficienza nel risparmio del Paese, misurata dal disavanzo delle partite correnti. Il debito netto dell'Italia verso l'estero e il debito dello Stato alimentano una spesa per interessi crescente: è una doppia spirale, che urge spezzare.

In questi primi mesi del 1991, nell'industria la produzione, dopo la flessione del 2,5 per cento nell'ultimo trimestre del 1990, si è attestata su livelli di poco superiori; l'occupazione è in calo; si è intensificato il ricorso alla Cassa integrazione guadagni. I sondaggi congiunturali effettuati dopo la conclusione delle ostilità nel Golfo segnalano un ritorno della fiducia delle famiglie e un aumento della domanda attesa dalle imprese, indicano che un innalzamento della crescita dell'economia può avviarsi nel prosieguo dell'anno. Esso è legato all'evoluzione del ciclo internazionale, sul quale gravano tuttora incertezze, alla ripresa degli investimenti.

L'aumento sui dodici mesi del costo della vita ha raggiunto il 6,8 per cento in maggio, mezzo punto in più di dicembre. Nella maggior parte dei paesi industriali è già prevalso il moto discendente.

In un contesto ciclico siffatto, col prezzo del petrolio sui valori attuali, è verosimile che nella seconda parte dell'anno l'inflazione decelererà anche in Italia, tanto più quanto maggiore sarà il contenimento dei costi. Quand'anche il suo ritmo sui dodici mesi scendesse, come è possibile, sotto il 6 per cento alla fine dell'anno, non si ridurrà sostanzialmente lo scarto rispetto alla Francia e alla Germania. Le pressioni dei costi tendono a determinare un ulteriore scadimento della competitività. Il costo del lavoro per addetto nel settore privato sta crescendo a tassi superiori di due-tre punti a quelli prevalenti in Francia e in Germania. Ne risulta ostacolata la riduzione del disavanzo di parte corrente, che il miglioramento delle ragioni di scambio pur potrebbe consentire. Nei primi quattro mesi di quest'anno il disavanzo commerciale, calcolato su dati che per le importazioni includono i costi di assicurazione e di trasporto, è stato di 8.800 miliardi, inferiore a quello, pari a 10 mila miliardi, dei primi quattro mesi del 1990.

Il Governo, riscontrato nell'andamento del fabbisogno un eccesso di 14 mila miliardi, l'11 maggio è intervenuto con misure volte a far rispettare il limite di 132 mila miliardi fissato per il 1991; si è impegnato ad assumere ulteriori provvedimenti, qualora ciò si rivelasse necessario per conseguire l'obiettivo.

Con il venir meno delle tensioni provocate dal conflitto nel Golfo, da metà marzo il tasso medio dei BOT è sceso di oltre un punto, al 10,2 per cento; quello dei titoli a scadenza più lunga, di mezzo punto. La lira si è rafforzata, in concomitanza con l'apprezzamento del dollaro e il deprezzamento del marco. La domanda di titoli a medio e a lungo termine ha consentito di limitare le emissioni dei BOT ai soli rinnovi di quelli in scadenza e di proporre con regolarità al mercato titoli pluriennali con durata fino a dieci anni.

I tassi di interesse ufficiali sono stati ridotti, dal 12,5 all'11,5 per cento; l'obbligo di riserva che grava sulla raccolta bancaria è stato alleviato. Queste misure sono state prese, il 12 maggio, in una condizione di ristagno della produzione industriale, di debolezza della domanda di beni di investimento; si situano negli indirizzi emersi alle recenti riunioni di Washington e contribuiscono alla gestione coordinata dei cambi all'interno dello SME.

L'obiettivo di crescita della quantità di moneta per il 1991 resta compreso tra il 5 e l'8 per cento, come annunciato nel settembre scorso. Questi valori sono stati giudicati dal Comitato dei Governatori della Comunità compatibili con uno sviluppo meno inflazionistico dell'economia italiana e con la necessaria convergenza delle condizioni dei paesi membri.

La contraddizione che l'Italia vive

Diviene sempre più evidente la contraddizione che l'Italia vive. L'economia italiana ha realizzato negli anni ottanta significativi progressi nell'irrobustire il tessuto produttivo, nello stesso ridurre l'inflazione. Ma nelle strutture, nelle politiche economiche, il Paese stenta a innalzare la qualità complessiva del sistema all'altezza dell'impegno europeo. La caduta di ogni confine all'interno della Comunità rende ancor più manifeste e preoccupanti arretratezze da tempo individuate. Le imprese capaci di operare con successo nel mercato mondiale coesistono con le inefficienze dell'apparato amministrativo e dei settori meno sollecitati dalla concorrenza, interna e internazionale.

Dobbiamo attuare politiche incisive, tenere comportamenti rigorosi anche indipendentemente dall'adesione all'Unione economica e monetaria; la scelta di parteciparvi aggiunge uno stimolo cogente all'azione, vuole non disperdere l'occasione di progresso economico e sociale che l'Europa offre. Le condizioni per essere fin dall'inizio nell'Unione risiedono nella stabilità monetaria, nel riequilibrio del bilancio dello Stato; il potervi stare cogliendone appieno i potenziali benefici dipende dalla capacità competitiva dell'intera economia.

Sono centrali tre temi: la finanza pubblica; i rapporti di lavoro; l'efficienza dei servizi. Rilevano, oltre che di per sé, per i riflessi diretti sull'industria; ma investono la società italiana in ogni sua dimensione, a cominciare dallo squilibrio fra aree del Mezzogiorno e resto del Paese. Si tratta di questioni fra loro connesse, influenti sulla stabilità monetaria, già approfondite in varie sedi. Su di esse vi è consenso: nel delineare gli interventi, nel riconoscerne l'urgenza.

La finanza pubblica. — L'Europa stessa ci sollecita a risanare la finanza pubblica. Lo fa procedendo verso la fissazione di limiti al disavanzo e al debito degli Stati che aspirano a essere parte dell'Unione. Il recente Documento di programmazione economico-finanziaria del Governo ha ribadito che in un biennio dovremo aver compiuto il primo, decisivo passo di stabilizzare il rapporto fra debito pubblico e prodotto lordo, per poi ridurlo. L'attuale, elevato livello dei tassi d'interesse internazionali rende improbabile che il costo medio del debito pubblico scenda nei prossimi anni al di sotto del ritmo di espansione dell'economia. Per abbassare il rapporto fra debito e prodotto occorrono quindi, a un tempo, una crescita produttiva sostenuta e una politica di bilancio che consegua un avanzo cospicuo nel saldo primario. Perché poi il bilancio torni a essere strumento pienamente

utilizzabile anche per la regolazione del ciclo, resta condizione l'azzerramento del disavanzo pubblico di parte corrente, che il Documento governativo pone al 1996.

Nei prossimi tre anni sarà necessario realizzare un ulteriore innalzamento della pressione tributaria; soprattutto, le fonti di entrata devono assestarsi, su stabili basi. Questi traguardi vanno raggiunti rispettando modalità che la stessa Comunità europea tende a imporre, di diritto o di fatto. Indipendentemente dall'armonizzazione formale, nella imposizione indiretta, nella tassazione dei redditi delle attività finanziarie, delle imprese e di coloro che vi lavorano non ci si potrà discostare dai livelli impositivi della Comunità. Non si eviteranno altrimenti, con restringimento delle stesse basi imponibili, l'indebolimento della struttura produttiva, la fuoruscita di risparmio verso l'estero, la dislocazione in altri paesi di attività di intermediazione e di negoziazione finanziaria. Nella profonda revisione, nella riforma, a cui il sistema tributario e contributivo dovrà essere sottoposto, maggiori entrate dovranno derivare dall'ampliamento di basi imponibili erose, soprattutto dall'acquisizione delle imposte evase: nei redditi da immobili; nei redditi dei lavoratori autonomi e delle imprese minori; più in generale, attraverso la revisione delle agevolazioni specifiche accordate a particolari settori, categorie, aree.

Insieme con l'azione incisiva nei confronti di chi evade il fisco, compito primario del governo del bilancio resta quello di contenere la spesa pubblica, di innalzarne l'efficienza. È l'angolazione verso l'alto della spesa che costituisce il problema fondamentale. La situazione in atto e ancor più in prospettiva è grave nella sanità e, soprattutto, nella previdenza; il Governo si è impegnato a predisporre entro la metà di giugno la riforma del sistema previdenziale.

Condizione necessaria per unire al freno della spesa e dei disavanzi una migliore qualità dei servizi è pur sempre il rispetto del principio, sancito nella Costituzione, del vincolo di bilancio. Governo e Parlamento sono chiamati a renderlo pienamente operante, introducendo i mutamenti tesi a impedire che l'unitarietà e le compatibilità finanziarie del bilancio pubblico siano stravolte da provvedimenti settoriali o da accorgimenti che aggirano la coerenza della copertura. Nelle entrate, nella stessa spesa, nella responsabilità delle scelte, la componente decentrata della finanza pubblica può accrescersi, purché siano fissati limiti invalicabili, tra cui quelli all'indebitamento, sì da imporre agli amministratori di stabilire priorità.

Nella fornitura di beni di pubblica utilità, nella produzione di servizi quali l'istruzione e soprattutto la sanità, nel sistema previdenziale, nei rapporti di pubblico impiego, il criterio del far quadrare i conti può e deve unir-

si a tecniche produttive, a modalità organizzative, a regole, che segnino progressi di efficienza. Oltre che attraverso il rispetto del vincolo di bilancio, la ricerca dell'efficienza, ai livelli centrale e periferico, deve affidarsi alla corrispondenza fra servizio reso e remunerazione, alla competizione interna ed esterna al settore pubblico, a modalità privatistiche di gestione, alla stessa cessione di attività al settore privato.

Occorre apportare modificazioni profonde alla natura e alla dimensione della presenza pubblica nell'economia. L'alienazione di patrimonio pubblico, segnatamente di partecipazioni, non riguarda solo il problema del debito e della spesa per interessi. Le dismissioni, da attuarsi secondo norme e procedure ispirate a funzionalità e rigore, devono sollevare la gestione della cosa pubblica da attività non proprie.

Il mercato del lavoro. — Politica economica e parti sociali devono rapidamente rendere la dinamica delle retribuzioni coerente con un'inflazione che si porti verso i più bassi livelli europei. Il Documento di programmazione economico-finanziaria pone obiettivi d'inflazione in netta discesa: 4,5 per cento nel 1992, 4 e 3,5 per cento nei due anni successivi. Questi obiettivi implicano un'azione che incida sui fattori di inerzia che perpetuano l'inflazione. Dal loro conseguimento dipende la realizzazione stessa del disegno di riequilibrio della finanza pubblica.

Riforme dei metodi e dei livelli di contrattazione, delle modalità di indicizzazione vanno raccordate all'azione del Governo nell'orientare alla stabilità dei prezzi aspettative e comportamenti: attraverso misure e direttrici di politica dei redditi incisive, attente all'evoluzione di tutti i redditi. Affinché si riduca il ritmo di crescita delle retribuzioni nominali, pubbliche e private, una politica economica credibile in ogni sua componente deve dare ai lavoratori dipendenti in ciascun settore dell'economia l'assicurazione che la rincorsa fra prezzi e salari in altri settori non vanificherà nel contenuto reale il progresso pattuito delle loro retribuzioni. La saldezza del metro monetario rafforza l'autonomia negoziale delle parti sociali; restituisce a esse il potere di contrattare, anche nelle singole imprese, la ripartizione del reddito fra profitto e salario, i salari relativi, gli incentivi aziendali.

Nell'attuale assetto delle relazioni industriali, la scala mobile tempera la conflittualità, costituendo parziale tutela del valore delle retribuzioni. Tuttavia, così come oggi si configura, essa tende a comprimere i differenziali salariali; prolunga nel tempo l'impatto degli aumenti dei costi di produzione, dei prezzi delle materie prime; carica di ripercussioni inflazionistiche gli stessi inasprimenti della fiscalità indiretta.

La credibilità dell'obiettivo di inflazione e la difesa del potere d'acquisto del salario concordato trovano fondamento primo nella tenuta del cambio. Più che in passato, la concorrenza estera, nei settori a essa esposti e in specie nell'industria manifatturiera, preme sull'occupazione. In economie strettamente integrate e con tassi di cambio che si avviano a divenire irrevocabilmente fissi, per salvaguardare l'occupazione la tendenza dei salari deve essere dettata da quella più moderata prevalente nell'area sovranazionale. Per evitare, nella ripartizione del reddito fra lavoratori, mutamenti non giustificati dai differenziali di produttività, occorre che le retribuzioni del settore pubblico non seguano un andamento divaricante rispetto a quello dei salari dei settori esposti alla concorrenza. Per l'immediato futuro, al fine di portare rapidamente l'inflazione ai livelli europei, il Documento di programmazione economico-finanziaria stabilisce che nella nuova configurazione del rapporto di pubblico impiego, prima della quale non si potrà procedere alla definizione del nuovo contratto, la crescita delle retribuzioni unitarie nel settore pubblico non dovrà superare il tasso programmato d'inflazione. Così impostata, entro queste linee-guida, la politica dei redditi dovrà affrontare e risolvere i problemi specifici interni all'Amministrazione statale; impronterà alla stabilità monetaria e alla competitività dell'economia la dinamica delle retribuzioni negli altri settori pubblici e privati non direttamente esposti alla concorrenza estera.

I contributi sociali e l'Irpef frappongono un cuneo tra il costo del lavoro per le aziende e la remunerazione netta per i dipendenti: livelli fiscali e contributivi più elevati di quelli dei principali paesi europei si giustificerebbero solo se vi corrispondessero servizi pubblici che per qualità e costi compensassero l'onere arrecato alla competitività dei produttori nazionali.

Anche nella regolamentazione dei rapporti di lavoro occorre muovere verso modalità europee: nel collocamento, nell'attività di formazione e di riqualificazione professionale, nei sussidi di disoccupazione.

Si fa più intensa l'esigenza di innovare, nelle tecnologie e nell'impiego del personale, di accrescere la flessibilità di utilizzo della manodopera. Nel Mezzogiorno, il superamento delle rigidità, nello stesso salario, è condizione essenziale per colmare il ritardo dello sviluppo.

I servizi. — Nel confronto con l'industria, i servizi di mercato, nel loro insieme, hanno presentato negli anni ottanta: una dinamica annua della produttività del lavoro in media inferiore di oltre quattro punti percentuali; incrementi delle retribuzioni inferiori di un punto; una crescita del prezzo del valore aggiunto superiore di circa tre punti, che ha preservato i margini relativi di redditività di fronte al rapido sviluppo del costo del lavoro per unità

di prodotto nel settore. Sempre nell'ultimo decennio i prezzi al consumo dei servizi sono cresciuti in media ogni anno di due punti percentuali più di quelli delle merci, che pure includono la remunerazione dei servizi di distribuzione: il differenziale è circa doppio di quello della Francia e della Germania.

Sotto la disciplina del cambio, l'industria tende ad allineare prezzi e costi a quelli prevalenti nel mercato internazionale. Nulla di simile accenna ad avvenire in vaste aree del terziario privato e pubblico, attualmente rappresentativo di circa due terzi del prodotto interno lordo. Una diversità di andamenti osservata anche in altre economie, entro determinati limiti fisiologica, sta assumendo, da noi, carattere di dualismo strutturale con effetti di contrapposizione all'interno di ciascuna delle parti sociali.

Nel mercato unico della Comunità la protezione è destinata a venir meno per diverse categorie di servizi, in aggiunta a quelli bancari e finanziari, dei quali tratteremo. Deve unirvisi una politica attiva per la concorrenza, a vasto raggio, che assuma intensità e forme corrispondenti alle specificità di ciascun ramo del terziario. Barriere all'entrata, accordi fra produttori, monopoli pubblici sono di ostacolo alla realizzazione di economie di scala, al ricambio imprenditoriale, all'innovazione.

La legge per la tutela della concorrenza promulgata nell'ottobre scorso offre strumenti per intervenire con vigore anche nei servizi. Alla nuova Autorità è affidato il compito di impedire gli accordi collusivi e l'abuso delle posizioni dominanti, di proporre le iniziative necessarie nei casi in cui norme o provvedimenti amministrativi impediscono la concorrenza.

Il metro per vagliare l'adeguatezza delle politiche e dei comportamenti, sia nel settore privato, sia nell'Amministrazione pubblica, sarà la capacità di compensare con un avanzo nell'interscambio di beni e servizi il disavanzo nei redditi da capitale e nelle altre transazioni correnti con l'estero. A un compito siffatto è innanzitutto chiamata l'industria. Essa è in prima linea nella competizione internazionale. Allentando il vincolo esterno alla crescita del reddito e dell'occupazione, l'industria, insieme con le punte efficienti del terziario, determina la dinamica possibile dell'economia.

Negli anni ottanta, una lunga fase di rinnovamento degli impianti e dei metodi produttivi ha permesso il recupero della competitività e della redditività delle imprese industriali. All'irrobustimento dell'apparato produttivo si è unito il risanamento finanziario delle aziende. Ma la competizione internazionale si fa ora più acuta; si è estesa a nuovi soggetti, quali le econo-

mie asiatiche di recente industrializzazione. Per fronteggiarla, l'impegno delle imprese deve incentrarsi nell'innovazione dei prodotti, nel miglioramento della loro qualità, nella valorizzazione del capitale umano.

L'integrazione europea, la costrittività del cambio, la rimozione di barriere non tariffarie, la minore autonomia della politica industriale nazionale riducono i margini per trovare compensazioni alle debolezze che permangono, ne sollecitano il superamento.

L'industria italiana deve utilizzare gli spazi offerti da una dinamica della produttività che può superare quella di altri paesi europei. Il tessuto produttivo è articolato, ricco delle imprese medio-piccole che costituiscono una peculiare forza del nostro paese e che hanno dato continuità alla crescita economica negli stessi anni settanta.

È necessario sottoporre a rinnovato vaglio i fini di interesse generale che giustificano la partecipazione pubblica in imprese. Nelle aziende che si sceglierà di conservare all'area pubblica, va rinsaldato l'impegno imprenditoriale, improntandolo a stretti criteri di economicità. Nei trasporti, nelle telecomunicazioni, nelle reti di servizi e di infrastrutture, le aziende pubbliche possono e devono apportare il contributo di una visione di lungo periodo.

Rafforzare l'industria, innalzarne la produttività, contenerne i costi, è necessario. Ma perché si possa far fronte alla concorrenza, la frontiera qualità-costo deve avanzare ancor più nel settore terziario, privato e pubblico. I servizi rappresentano oltre il 40 per cento dei mezzi correnti di produzione impiegati dall'industria, esclusi il lavoro e i mezzi scambiati all'interno dell'industria medesima. Se non si elimineranno gli oneri che le carenze dei servizi privati e pubblici fanno gravare sui costi e sulle scelte di investimento delle imprese manifatturiere, la base produttiva del Paese non potrà che restringersi.

La politica monetaria: quadro istituzionale, strumenti operativi

Nella Comunità europea, il processo di integrazione crea condizioni e prospettive nuove per la politica monetaria; tutti i paesi sono chiamati a rendere gli ordinamenti, la struttura dei mercati, l'operatività coerenti con il disegno che si prefigura per l'Europa.

In Italia, la politica monetaria ha tratto giovamento, negli anni ottanta, dal chiarimento dei rapporti istituzionali fra il Tesoro e la Banca centrale, dalla creazione di nuovi mercati, dall'accresciuta funzionalità di quelli esi-

stenti, dall'affinamento delle tecniche di intervento. Sul piano operativo, nonostante i progressi compiuti essa continua a risentire del peso con cui la condizione finanziaria dello Stato grava sugli equilibri monetari. Sul piano istituzionale, al di là di modifiche, pur auspicabili, nella competenza in materia di tassi ufficiali, condizione per il passaggio alla seconda fase dell'Unione monetaria è rimuovere il finanziamento monetario diretto del disavanzo pubblico.

Il conto corrente di tesoreria, disciplinato per legge alla fine del 1947 per limitare l'indebitamento presso la Banca centrale alla copertura di temporanei sfasamenti fra incassi e pagamenti, è degenerato in un canale di stabile e cospicuo finanziamento monetario del Tesoro, in conseguenza della disposizione del 1948 che legò meccanicamente il limite dello scoperto alla dimensione della spesa pubblica.

Riformare il conto corrente è presupposto altresì per un intervento incisivo sulla riserva obbligatoria. Questa si è dimostrata, nella maggior parte dei paesi, efficace strumento di controllo monetario; nel nostro, è servita anche a riassorbire, soprattutto nei primi anni ottanta, la liquidità creata dal conto corrente di tesoreria. L'integrazione monetaria e finanziaria impone che si proceda all'eliminazione delle difformità nei regimi di riserva dei singoli paesi. La capacità concorrenziale del sistema bancario italiano risente di un onere di riserva che, nonostante la più elevata remunerazione, supera largamente quello prevalente nell'area comunitaria.

Il nesso che di fatto lega la riserva obbligatoria al conto corrente di tesoreria esige che la modifica dei due istituti venga impostata congiuntamente, nel tempo ormai breve che ci separa dall'avvio del mercato unico e dalla seconda fase dell'Unione monetaria. La riforma dovrà seguire, per quanto riguarda l'accesso del Tesoro al credito della Banca centrale, le linee concordate in sede comunitaria, evitando che il conto corrente costituisca strumento di finanziamento; l'elasticità di cassa del Tesoro dovrà essere assicurata nel rispetto di quelle linee. Si potrà allora abbattere il coefficiente della riserva, segnatamente quello applicato ai flussi della raccolta bancaria, così da portarlo su livelli prossimi a quelli dei maggiori paesi europei. La sistemazione delle consistenze in essere potrà avvenire trasformando il saldo a debito del conto corrente in titoli del Tesoro a lunga scadenza; liberando la riserva eccedente il nuovo obbligo con una gradualità che eviti aggravii eccessivi per la finanza pubblica e turbamenti degli equilibri monetari e finanziari.

Con i provvedimenti del 12 maggio scorso si è operata una revisione e una prima riduzione dell'onere della riserva. È stato abolito l'obbligo sulle cessioni di titoli con patto di riacquisto e azzerata l'aliquota applicata sulla raccolta netta in valuta. L'assoggettamento della raccolta lorda in valuta da

residenti alla stessa riserva di quella in lire è coerente con la liberalizzazione nell'uso delle valute.

Il mercato secondario dei titoli di Stato, creato tre anni orsono, ha mostrato tutta la sua utilità in un anno in cui, oltre a finanziare il fabbisogno, è stato necessario fronteggiare un elevato volume dei rinnovi di titoli pubblici. Il nuovo mercato e le annesse procedure di scambio e regolamento assicurano alle transazioni trasparenza, multilateralità, efficienza; si basano su un supporto tecnico e operativo per molti aspetti superiore a quelli in uso in altri paesi. Il volume medio giornaliero degli scambi nei primi quattro mesi di quest'anno ha superato i 3.500 miliardi, oltre il quadruplo della media dello stesso periodo del 1990; il più significativo sviluppo si è avuto per i titoli con vita residua superiore ai cinque anni, che oggi rappresentano circa due terzi delle transazioni complessive. Le emissioni dei titoli a lungo termine sono facilitate dallo spessore del mercato secondario; ci si è mossi verso un assetto nel quale le transazioni sul secondario superano per dimensione quelle sul primario e ne determinano, al margine, le condizioni di equilibrio. Le quotazioni dei titoli già emessi offrono più sicuro orientamento per il Tesoro e per gli operatori; per le nuove emissioni, stanno sostituendo la funzione di riferimento del tasso base.

Con l'introduzione dei buoni del Tesoro settennali e decennali, per un ammontare che ha raggiunto 39 mila miliardi in un anno, è stato compiuto un passo importante. Questa tendenza, che facilita la gestione del debito pubblico, deve trovare il suo fondamentale sostegno nel risanamento della finanza pubblica; è rafforzata dalla stessa politica monetaria, con l'orientamento alla stabilità interna ed esterna; trarrà giovamento da una maggiore presenza di investitori istituzionali. La creazione di mercati a termine ufficiali per i titoli di Stato, che potrebbe avviarsi in tempi brevi, contribuirebbe a completare la struttura dei mercati e a incoraggiare una stabile presenza degli investitori esteri in Italia.

Con l'avvio della nuova procedura di compensazione e regolamento delle transazioni fra banche, con la creazione del mercato interbancario dei depositi e con la mobilitazione della riserva obbligatoria si è formato un sistema integrato, fondato sull'uso della telematica, capace di servire il crescente volume delle transazioni in modo più efficiente e trasparente. La parziale mobilitazione della riserva ha permesso alle banche di migliorare la gestione della tesoreria e reso più significativi i tassi a brevissimo termine. L'interazione positiva con il nuovo mercato interbancario si è prontamente manifestata: le contrattazioni, che prima della mobilitazione si aggiravano sui 6 mila miliardi al giorno, sono aumentate fino a quasi 9 mila nello scorso aprile. Il complesso delle modifiche compiute ha reso i mercati giornalieri della base monetaria parte di un unico mercato operante nella

prospettiva estesa al periodo mensile di calcolo della riserva media. Si è fortemente ridotta la variabilità dei tassi interbancari, che costituiscono ora un migliore indicatore per la politica monetaria e per gli operatori.

La nuova configurazione assunta dal mercato monetario dopo la mobilitazione ha modificato anche la funzionalità dei tradizionali strumenti di rifinanziamento. Le anticipazioni ordinarie hanno cessato di essere per le banche l'unica fonte immediatamente disponibile per soddisfare le esigenze di base monetaria; una revisione delle linee di credito diventa possibile e opportuna. La recente modifica introdotta per le anticipazioni a scadenza fissa consente alla Banca d'Italia di stabilire l'entità della maggiorazione del tasso d'interesse, entro un limite di 1,75 punti percentuali: sarà così possibile legare più strettamente il costo del rifinanziamento alle condizioni del mercato.

I tassi di mercato monetario costituiscono ovunque la variabile di riferimento per le operazioni della banca centrale. Nell'area dello SME, un governo attivo dei tassi a breve è indispensabile anche per mantenere condizioni equilibrate sui mercati dei cambi. In Italia, il nesso fra i tassi dell'interbancario e il cambio si è rafforzato nel 1990, dopo l'adesione alla banda stretta e la rimozione degli ultimi ostacoli alla mobilità dei capitali. Il differenziale con i tassi esteri ha subito ampie oscillazioni, in funzione degli andamenti valutari, ma con una tendenza alla diminuzione. Le fasi alterne attraversate dalla lira nello scorso anno confermano che i tassi italiani possono stabilmente ridursi, rispetto a quelli esteri, solo a misura che si realizzino una strategia incisiva e credibile di risanamento della finanza pubblica e un calo dell'inflazione; nelle more, sulla politica monetaria ricade l'intero onere di contrastare il degrado delle aspettative per evitare che scenda la propensione dei risparmiatori all'investimento finanziario.

Nella fissazione degli obiettivi intermedi la politica monetaria già opera sotto il segno dell'integrazione europea. Il Comitato dei Governatori della Comunità ha indicato che il coordinamento fra le banche centrali nella prima fase dell'Unione monetaria deve affidarsi ad aggregati di moneta, ricondotti a un orientamento definito per l'intera area. In un mercato finanziario che si integra, il controllo degli aggregati da parte di ciascun paese, componente essenziale di una politica di stabilità, è sempre più legato al vincolo del cambio; il tentativo di sottrarsi è effimero, genera tensioni sui mercati, provoca squilibri alla lunga non sostenibili. Gli obiettivi concordati per i singoli paesi in sede comunitaria dovranno riferirsi alla sola componente interna della creazione di moneta: l'insieme degli obiettivi così definiti sarà l'espressione della politica monetaria dell'intera Comunità. In un sistema di vasi comunicanti, la condizione di liquidità complessiva dell'area si rifletterà in ciascun paese attraverso i flussi valutari.

Istituzioni e mercati finanziari

Le tre nuove leggi: verso un testo unico

Le leggi approvate nell'anno trascorso, sull'intermediazione e i mercati mobiliari, sulla banca pubblica e i gruppi creditizi, sulla tutela della concorrenza e gli assetti proprietari, integrano la legge bancaria. Con il recepimento delle direttive comunitarie, sarà definito nelle sue linee portanti l'ordinamento della finanza con il quale l'Italia parteciperà al mercato europeo. Si rinsalda l'unitarietà della disciplina del settore nel segno dell'impulso allo sviluppo del mercato dei capitali.

Le nuove disposizioni sulle attività in valori mobiliari istituiscono un sistema composito, nel quale operano insieme banche e altri soggetti specializzati. A essi, quando svolgono le stesse attività di intermediazione, si applicheranno regole uguali di trasparenza e di correttezza di comportamenti, sotto il controllo della Consob. Requisiti patrimoniali a salvaguardia della stabilità saranno prescritti anche alle società di intermediazione mobiliare. Oltre che dalla disciplina degli operatori, il settore mobiliare trarrà forza dalla riorganizzazione della Borsa e dalla creazione di nuovi mercati.

Le norme sulla banca pubblica condividono con gli altri interventi di revisione della legislazione l'intento di equiparare le condizioni competitive nel settore creditizio; attenuano la distinzione delle aziende per categoria, superano l'operatività monosettoriale nel credito speciale, danno agli intermediari ampi margini di decisione sulla struttura di gruppo. La specializzazione nei diversi campi operativi diviene scelta imprenditoriale, piuttosto che vincolo posto dalle norme. La trasformazione delle banche pubbliche in società per azioni asseconda la ricerca di maggiori dimensioni d'impresa e di gruppo; permette di riproporzionare le aree pubblica e privata della proprietà bancaria.

La legge sulla concorrenza segna un mutamento significativo nell'intervento dei pubblici poteri nell'economia. Alle banche, come alle altre imprese, vengono vietate le pratiche considerate dal Trattato di Roma restrittive della concorrenza. Per il settore creditizio, l'applicazione della legge viene demandata alla Banca d'Italia, sentito il parere dell'Autorità garante, in considerazione dell'esigenza che, in questo settore, la tutela della concorrenza e la vigilanza prudenziale contribuiscano in modo coordinato alla migliore funzionalità del sistema. Altre disposizioni della stessa legge preservano l'indipendenza degli enti creditizi nell'allocazione delle risorse, attraverso vincoli alla proprietà, protocolli di autonomia e limiti nella concessione di crediti a soggetti collegati. Le nuove norme non impongono un

modello di proprietà frazionata; consentono significative presenze anche a imprenditori non finanziari, entro soglie predeterminate, comunque tali da impedire posizioni di controllo.

La seconda direttiva comunitaria apre pienamente il mercato italiano alle banche di altri paesi, il mercato europeo alle banche italiane; definisce la ripartizione delle responsabilità di supervisione; sviluppa il principio di collaborazione tra Autorità del paese di origine e del paese ospitante. Per dare alle banche certezza del quadro in cui saranno chiamate a operare, è opportuno un recepimento sollecito della direttiva, attraverso l'inclusione dei principi di delega nella legge comunitaria in discussione in Parlamento.

Coerentemente con l'ordinamento che, si va configurando, potranno trovare soluzione questioni che oggi conseguono alla diversità di disciplina tra banche e istituti di credito speciale; potrà essere ricercata una distinzione più nitida fra le diverse forme di provvista, che definisca modi e limiti della raccolta diretta da parte delle imprese e riservi agli enti creditizi quella effettuata in via continuativa presso il pubblico con obbligo di rimborso al valore nominale. Per il vasto ed eterogeneo settore delle società finanziarie il decreto legge in discussione al Parlamento colma una lacuna dell'ordinamento; prevede una disciplina che va dalla stessa legge articolata secondo l'attività effettivamente svolta.

Procedendo per segmenti il legislatore ha irrobustito e integrato un ordinamento complessivo della finanza che rimane basato su principi di portata generale, che conviene richiamare. Fra questi, fondamentale è l'unitarietà del settore finanziario. Un equilibrato rapporto di complementarità tra istituzioni e mercati eleva l'efficienza nell'intermediazione del risparmio. Il carattere di impresa delle istituzioni bancarie e finanziarie, la piena responsabilità dei dirigenti, la loro autonomia nelle scelte sono imprescindibili per la corretta allocazione delle risorse. L'indipendenza da interessi estranei all'impresa è tutelata dalla legge in varie forme, ma nella conduzione dell'azienda sta ai responsabili salvaguardarla con la competenza tecnica e la deontologia professionale. L'alea connaturata all'attività bancaria e finanziaria viene fronteggiata con regole che collegano le grandezze di bilancio alla misura dei rischi e che esigono efficacia nell'organizzazione aziendale e nei controlli interni. La trasparenza e la correttezza dei rapporti con la clientela costituiscono anche condizioni di efficienza.

In ragione delle diverse finalità, sugli intermediari del sistema vigileranno più Autorità di controllo, con una collaborazione che non offuschi la responsabilità di ciascuna. Il modello, sperimentato nel settore del credito, di un'autorità tecnica dotata di autonomia e discrezionalità nelle decisioni secondo linee fissate dalla legge è stato scelto anche per i settori mobiliare,

assicurativo, per la disciplina della concorrenza. Per i gruppi, l'impostazione unitaria dei controlli trova espressione nel principio del consolidamento.

Una volta recepita la seconda direttiva, si potrà por mano alla stesura di un testo unico che valorizzi l'organicità della legislazione in materia creditizia e operi i necessari collegamenti con le leggi sulla finanza in esso non ricomprese.

Recenti norme di legge, ispirate a decisioni coordinate in sede internazionale, chiedono agli operatori, nei rapporti con la clientela, un più organico e penetrante concorso all'individuazione dei fondi di origine illecita. Dare collaborazione alla lotta contro una criminalità organizzata che attacca il fondamento stesso del vivere civile è doveroso; risponde anche agli interessi di stabilità e alla difesa della dignità del sistema creditizio; non deve alterare le finalità istituzionali e i caratteri funzionali degli enti creditizi e della Vigilanza.

L'attività bancaria

Nei paesi industrializzati, il decennio trascorso è stato segnato da profonde trasformazioni dell'attività bancaria e finanziaria. Vi hanno contribuito, reciprocamente influenzandosi, l'integrazione internazionale, l'innovazione tecnologica e degli strumenti finanziari, la revisione degli ordinamenti. L'obiettivo dell'efficienza è stato perseguito ridefinendo, e in molti casi rimuovendo, limiti operativi; a ciò si è accompagnata una più vigorosa sollecitazione al rafforzamento patrimoniale degli istituti.

Anche in Italia i vincoli all'operatività del sistema bancario sono stati attenuati e diversamente orientati. La risposta delle istituzioni creditizie all'ampliarsi dei gradi di libertà non è stata uniforme; le posizioni relative, anche tra i grandi istituti, sono mutate più rapidamente che in passato, riflettendo diversità di collocazione nel mercato, di organizzazione dell'azienda, di capacità strategica e operativa della dirigenza.

La ricomposizione degli attivi bancari in favore della componente tipica, più remunerativa, rappresentata dai prestiti, ha permesso alle banche italiane di mantenere lungo il decennio una redditività elevata, nonostante l'acuirsi della concorrenza. Con l'assottigliarsi del portafoglio titoli, questa possibilità si riduce per una fascia crescente di istituti.

La formazione di utili ha consentito un significativo rafforzamento delle basi patrimoniali del sistema bancario. Esse si situano sui livelli europei; acquistano maggiore evidenza con le rivalutazioni previste dai provvedimenti legislativi emanati nel 1990. Ciò agevola l'applicazione di più re-

strittivi criteri in materia di fondi propri, conformemente all'indirizzo contenuto nella recente direttiva comunitaria, in via di recepimento.

La concorrenza ha spinto le varie categorie di aziende di credito a espandere l'attività in segmenti di mercato diversi dai loro tradizionali. Le casse di risparmio e le banche popolari, che nell'insieme raccolgono circa il 45 per cento dei depositi dell'intero sistema bancario, tra il 1982 e il 1989 hanno accresciuto dal 18 al 28 per cento la propria quota sul totale del credito bancario affluito alla grande impresa. Le banche di interesse nazionale e gli istituti di diritto pubblico hanno mantenuto, in alcuni casi rafforzato, la presenza nel finanziamento delle piccole imprese e delle famiglie. Si è modificata la configurazione dei rischi assunti. La strategia di inserimento su nuove piazze talora si spinge a offrire credito a una fascia marginale di prenditori. Si è intensificato l'impegno del sistema bancario in settori, quali il credito al consumo, l'emissione e la gestione di carte di credito, il finanziamento di transazioni mobiliari e immobiliari, che a una remuneratività più elevata possono associare un rischio maggiore.

Ora che la revisione dell'ordinamento è nei punti cardine compiuta, che la base patrimoniale del sistema si è rafforzata, spetta agli istituti di credito attrezzarsi per fronteggiare le nuove sfide poste dal mercato unico. Prime, importanti applicazioni confermano che la legge sulla banca pubblica offre efficaci strumenti per ristrutturare e concentrare le imprese bancarie. La ricerca di maggiori dimensioni non deve significare rinuncia al radicamento locale di una componente importante del sistema bancario, che sostiene un'analogia articolazione dell'apparato produttivo. La liberalizzazione degli insediamenti ha portato, in un anno, all'apertura di circa 1.500 nuovi sportelli; quasi altrettanti sono in via di approntamento.

La difficoltà per ciascuna banca di valutare la misura e i modi della sua espansione è tanto maggiore quanto più rapido è il mutamento del sistema. I più ampi margini di libertà consentono, non assicurano, una maggiore efficienza: è dai comportamenti gestionali che dipendono la produzione di reddito e l'adeguatezza dei servizi offerti alla clientela. Esiste una domanda diffusa, in parte ancora inespressa, di servizi di intermediazione, pagamento e consulenza; si manifesta con forza crescente la ricerca di un'assistenza finanziaria che, in termini di qualità, costi e trasparenza, risponda alle esigenze dell'economia.

Sull'attività bancaria grava una tassazione più onerosa di quella vigente in altri paesi della Comunità: l'applicazione della ritenuta sugli interessi anche ai rapporti interbancari, il carattere restrittivo dei criteri di accantonamento ai fondi rischi, le insufficienze della disciplina fiscale in materia di gruppi sono svantaggi concorrenziali, da correggere prima dell'avvio del mercato unico.

Le recenti vicende dei maggiori sistemi bancari, e in particolare la crisi che ha segnato quello americano nel vasto settore delle *Savings and Loan Associations*, ripropongono la questione del quanto e del come debba essere tutelata la stabilità dei singoli enti creditizi, di quanto ampia debba essere la rete di sicurezza tesa per far fronte ai dissesti bancari. Al di là delle specifiche soluzioni istituzionali, soggette a evolvere, vanno salvaguardati alcuni principi.

Primo e principale presidio della stabilità delle istituzioni creditizie è la capacità di produrre reddito in virtù di una gestione aziendale intraprendente e avveduta. Il capitale di rischio deve agire da stimolo a questo fine, dà elasticità all'azienda, costituisce garanzia per il depositante. Va ribadito che alla Vigilanza è affidata la salvaguardia della stabilità del sistema: l'azione di supervisione sui singoli istituti è volta a prevenire crisi aziendali, non può annullarne l'eventualità; tanto meno può essere responsabile di singole operazioni. Il credito di ultima istanza deve poter operare in modo discrezionale, flessibile, rapido soprattutto in quella zona in cui ci si approssima al confine, talvolta solo temporale, superato il quale l'illiquidità sfocia nell'insolvenza. Abbiamo altre volte segnalato la ristrettezza dei limiti che la legislazione vigente pone all'impiego di questo strumento.

I sistemi di assicurazione dei depositi prevengono, per il loro stesso esistere, crisi di fiducia da parte dei depositanti; mitigano le conseguenze per i risparmiatori di specifiche situazioni di dissesto. In casi eccezionali, può affiancarsi a essi il ricorso a strumenti straordinari di natura pubblicistica. Negli Stati Uniti e in Europa si è aperto un dibattito sul pericolo che sistemi a copertura molto ampia allentino essi stessi la prudenza delle istituzioni creditizie e dei loro clienti; resta ferma l'esigenza di proteggere il piccolo risparmiatore, che ha accesso meno agevole all'informazione. Il Fondo interbancario di garanzia operante in Italia dal 1987 appare, nella sua struttura, equilibrato punto di incontro delle varie esigenze. Dalle esperienze fatte, e dagli approfondimenti che si stanno compiendo in sede comunitaria sulle linee-guida di una futura direttiva in materia, potranno venire indicazioni per eventuali modifiche del sistema oggi vigente.

Lo sviluppo della Borsa in Italia

Le istituzioni creditizie hanno storicamente svolto nel nostro paese un ruolo preponderante rispetto a quello del mercato dei capitali. Negli anni ottanta questa situazione si è modificata, soprattutto per il rapido sviluppo del mercato dei titoli di Stato e per l'affermarsi di nuove forme di interme-

diazione. Il comparto azionario ha segnato alcuni progressi: tra il 1980 e il 1990, il numero delle società quotate alla Borsa di Milano è salito da 133 a 223, la capitalizzazione dal 6 al 13 per cento del prodotto interno lordo. Le emissioni lorde di azioni, pari in media al 4 per cento dei finanziamenti esterni delle imprese negli anni settanta, hanno raggiunto l'11 nel decennio scorso.

Il divario che ci separa da altri paesi industriali non si è tuttavia ridotto. Il volume degli scambi realizzati sul nostro mercato è stato pari, nel 1990, al 4 per cento del prodotto interno lordo, a fronte del 10 per cento della Francia, del 15 del Regno Unito, del 20 degli Stati Uniti, del 33 della Germania, del 41 del Giappone. Il listino azionario comprende meno di un quarto del capitale delle società per azioni. I titoli effettivamente scambiati rappresentano tuttora una frazione esigua del totale. Nel 1990, oltre il 60 per cento delle contrattazioni si è concentrato sui titoli dei quattro principali gruppi.

Banca e Borsa sono meccanismi allocativi complementari, entrambi essenziali per assicurare un valido sostegno all'impiego del risparmio familiare, all'investimento, agli stessi assetti proprietari delle imprese. Sulla base della legislazione in vigore, di recente integrata da disposizioni sull'uso delle informazioni riservate, è divenuto ora possibile, ed è urgente, far progredire il nostro mercato mobiliare, segnatamente nella componente azionaria.

La Consob e la Banca d'Italia stanno insieme predisponendo i regolamenti di attuazione della legge sulle attività in valori mobiliari. Essi verranno emanati all'inizio di luglio. Per le attività diverse da quella che la legge esplicitamente riserva alle società di intermediazione mobiliare, le norme vengono disegnate in modo da essere il più possibile omogenee, in particolare neutrali rispetto alla scelta delle banche di operare in proprio o attraverso una SIM.

Ostacoli permangono ancora sulla strada di un pieno sviluppo del mercato dei capitali. La disciplina fiscale degli strumenti finanziari penalizza la raccolta azionaria nei confronti del ricorso al debito. L'imposta sulle transazioni di Borsa è ancora alta in Italia, mentre in altri paesi è stata abolita. Si fa sentita l'esigenza di ampliare la gamma degli investitori istituzionali, in modo da assicurare volumi elevati e continuità degli investimenti, criteri di gestione orientati al medio-lungo periodo. Un significativo avanzamento potrà aversi con la costituzione di fondi pensione, oggi pressoché inesistenti. La loro affermazione, che realizzerà il passaggio di parte della previdenza al metodo di capitalizzazione, favorirà nel tempo l'alleggerimento di pesi che gravano sulla finanza pubblica, la partecipazione dei lavoratori alla gestione del risparmio collettivo, la costituzione di una vasta base alla pro-

prietà azionaria. La trasformazione in società per azioni di enti e imprese del settore pubblico, la stessa dismissione di parti del patrimonio pubblico, contribuiranno, dal lato dell'offerta, all'ampliarsi del mercato.

Lo sviluppo della Borsa richiede un forte impegno del sistema creditizio. Con la maggiore offerta di servizi di gestione patrimoniale, con la creazione dei fondi comuni di investimento, le banche hanno saputo secondare il passaggio verso più evolute modalità di impiego del risparmio delle famiglie, pur mantenendo il rapporto con queste. Il rapporto con le imprese può e deve evolvere similmente, guidando quelle di media dimensione nella ricerca, attraverso anche modifiche negli assetti societari, di una più equilibrata articolazione delle fonti di finanziamento. Per i gruppi maggiori, privati e pubblici, dovrà essere incoraggiato e curato il collocamento di capitale di rischio e il ricorso a prestiti obbligazionari; ne risulterà ridimensionato l'indebitamento verso le banche e gli istituti mobiliari, oggi spesso superiore ai limiti che si delineano nella normativa comunitaria sulla concentrazione dei rischi. Per il sistema bancario italiano l'alternativa all'impegno nello sviluppo del mercato dei capitali non è la salvaguardia dei tradizionali rapporti di clientela con le imprese: è la migrazione degli affari verso altri intermediari e altre piazze.

Signori Partecipanti,

nel seguire la mia esposizione penso si sia avvertito uno stato d'animo a un tempo di serenità e di preoccupazione.

La condotta della Banca d'Italia, nell'esercizio delle funzioni affidatele, ha quale punto di riferimento, unificante e ispiratore, la scelta per l'Europa che Governo e Parlamento hanno fatto, interpretando la volontà del Paese. Il perseguimento degli obiettivi di stabilità interna ed esterna, di efficienza del sistema finanziario, trae da quel riferimento indicazioni sicure: di impostazione, di modi, di tempi dell'agire. Di qui la serenità, che nasce dalla convinzione della rispondenza dell'orientamento della Banca, nel suo operare, sia agli specifici fini istituzionali sia a quello europeo.

Non viene meno, d'altra parte, la consapevolezza che quei fini richiedono il concorso pieno di una pluralità di soggetti: istituzioni, parti sociali, operatori privati e pubblici. L'analisi che Vi abbiamo proposto conferma come i risultati non siano pari alle attese. Si avverte che alla base del mancato raggiungimento degli obiettivi di stabilità dei prezzi, di risanamento della

pubblica finanza, troppe volte modificati e aggiornati, vi è una incoerenza, una discordanza di comportamenti; si constata che quella discordanza si ripercuote nel corpo dell'economia, all'interno delle stesse forze che la compongono. Di qui la preoccupazione.

L'ingresso nello SME; l'apertura completa della nostra economia agli scambi di merci, di servizi, di capitali; l'inserimento della lira nella banda stretta; la partecipazione attiva al disegno e alla realizzazione dell'Unione economica e monetaria, sono tutte decisioni che hanno favorito l'avanzamento economico e civile del Paese, che ne hanno accresciuto il prestigio.

Non siamo ancora prossimi al passo finale di stabilire fra i paesi dello SME parità valutarie irrevocabilmente fisse. E tuttavia, quale conseguenza dell'applicazione di quelle decisioni, politiche e tecniche, il cambio della lira, un tempo usato per ricostituire, a livelli più bassi e con sacrifici da parte di tutti, equilibri perduti, è divenuto il sestante che indica la posizione alle principali variabili dell'economia, il vincolo che costringe a perseguire la convergenza.

L'interagire delle nuove relazioni prodotte dall'integrazione comunitaria è pienamente sentito dalle imprese e dai lavoratori operanti in quella parte del sistema economico più strettamente legata alle regole del mercato, più direttamente sottoposta alla disciplina del cambio. Non lo è altrettanto negli altri settori. Anche in passato si riscontrava una diversità di condotta fra produttori di beni esposti alla concorrenza internazionale e settori non esposti; se persisteva, la diversità veniva appianata nei suoi effetti immediati con la svalutazione, con l'inflazione.

Oggi, nell'Europa comunitaria, la concorrenza è fra interi sistemi economici e istituzionali, non più solo fra imprese e prodotti. Per definizione, l'integrazione è onnipervasiva. Non è compatibile con l'appartenenza del Paese a un'area in via di integrazione che in parti del sistema sia bassa la qualità dei beni e dei servizi prodotti, sia abnorme l'andamento dei redditi, da lavoro o da capitale. L'economia nazionale viene progressivamente emarginata nell'area integrata: il suo nucleo produttivo più vitale tende a contrarsi, soffocato dai costi delle inefficienze degli altri settori, destinati anch'essi, in un secondo tempo, a subire il danno dell'emarginazione e del minore sviluppo del sistema.

Sta all'intero Paese reagire, allo Stato per primo: con il far valere al suo interno e introdurre in ogni Amministrazione pubblica, centrale e periferica, il vincolo del bilancio quale cardine della gestione; con il porre linee-guida alla dialettica delle parti sociali e applicarle laddove esso è datore di lavoro. È questa la via per moderare e armonizzare in una visione

di più lungo periodo interessi settoriali che confliggano nel breve; per suscitare nei cittadini comportamenti coerenti con i fini che essi stessi, come collettività, si sono dati.

Questi criteri sono alla base del Documento di programmazione economico-finanziaria per gli anni 1992-1994, approvato dal Governo pochi giorni fa. Gli obiettivi che la manovra di finanza pubblica si prefigge, i risultati macroeconomici che implica e presuppone, sono indispensabili per la convergenza: non facili, non impossibili.

L'orizzonte dell'integrazione europea ci pone scadenze precise, ormai imminenti. Il conto alla rovescia per il compimento della prima fase dell'Unione economica e monetaria e per l'inizio della seconda è cominciato. Il tempo si è fatto breve. Urge conseguire risultati, che diano contenuto agli impegni solennemente assunti di abbattimento dell'inflazione, di risanamento delle finanze pubbliche; che diano credibilità e forza alla nostra presenza sui mercati, alla nostra partecipazione ai consessi internazionali. È reale il rischio di vanificare successi faticosamente conseguiti.

Se l'analisi e l'interpretazione delle condizioni e delle prospettive dell'economia italiana contenute in questo intervento sono condivise, se si nutre fiducia che il Paese ha le capacità per tener fede alle scelte fatte, questa Relazione, prodotto del lavoro dell'intero Istituto, può fornire utili elementi operativi. Essa intende, comunque, rinnovare testimonianza dei motivi, dei convincimenti, dei valori economici e civili, che inducono la Banca d'Italia a persistere con fermezza nella linea di condotta finora seguita.