

**BANCA D'ITALIA**

**ASSEMBLEA  
GENERALE ORDINARIA  
DEI PARTECIPANTI**

**TENUTA IN ROMA IL GIORNO 31 MAGGIO 1993**

**ANNO 1992  
NOVANTANOVESIMO ESERCIZIO**



**CONSIDERAZIONI FINALI**



**BANCA D'ITALIA**

**ASSEMBLEA  
GENERALE ORDINARIA  
DEI PARTECIPANTI**

TENUTA IN ROMA IL GIORNO 31 MAGGIO 1993

ANNO 1992  
CENTESIMO ESERCIZIO

**CONSIDERAZIONI FINALI**

*Signori Partecipanti,*

a Guido Carli, scomparso lo scorso aprile, la Banca d'Italia deve la trasformazione in banca centrale moderna. La sua opera si è svolta dal 1959 come Direttore Generale, dal 1960 al 1975 come Governatore. La sua azione in questo Istituto si iscrive in un cinquantennio di attività ininterrottamente dedicata al servizio del Paese.

Sin dagli anni della ricostruzione, Carli fu protagonista dell'impegno per fare dell'Italia una nazione aperta, membro a pieno titolo della comunità internazionale, elemento costitutivo dell'unità europea.

Nel periodo in cui Carli fu Governatore, l'Italia portò a compimento la trasformazione del Paese da agricolo a industriale.

Egli incoraggiò grandemente la ricerca, favorendo l'introduzione nel Servizio Studi delle più moderne teorie e tecniche di analisi economica e monetaria. Queste si inserirono armonicamente nella tradizione iniziata da Paolo Baffi.

L'economia fu soggetta, già in quei primi anni sessanta, a duri colpi interni ed esterni. La moneta e le relazioni industriali entrarono contemporaneamente in tensione. Dal 1964 l'alternativa di breve periodo tra inflazione e occupazione si pose al centro della politica economica. Il disavanzo pubblico fu l'altro grande problema, che cominciò a emergere nei primi anni settanta. L'assetto monetario internazionale nato a Bretton Woods conobbe all'inizio di quel decennio il suo sconvolgimento.

Alle sfide di quegli eventi Carli fece fronte attivando gli strumenti classici della manovra monetaria e introducendone di nuovi. Coinvolse i giovani nello studio e nell'attuazione dei provvedimenti monetari e di politica economica.

Chi in Banca ha avuto il privilegio di lavorare con lui ha potuto trarre beneficio dalle sue straordinarie capacità di analisi e di decisione. L'apertura culturale e l'istanza di modernità lo spinsero, sin dall'avvio del

suo governatorato, a una vasta opera di rinnovamento delle risorse umane, materiali e tecnologiche della Banca d'Italia. Con i giovani, scelti con il solo criterio del merito scientifico e professionale, egli non cessò mai di dialogare, con generosa, indimenticabile, disponibilità. Contribuì a formare una classe dirigente.

Carli fu costantemente in lotta contro mentalità e istituzioni che potessero essere di ostacolo all'operare di una libera economia. Anche nelle funzioni che esercitò dopo aver lasciato la Banca, il suo impegno fu teso a indirizzare l'economia italiana sulla strada della modernizzazione.

Da Ministro del tesoro dispiegò una forte sollecitudine affinché l'idea di privatizzazione giungesse ad avere cittadinanza nel nostro Paese; negoziò e firmò il Trattato di Maastricht. Il risanamento del bilancio pubblico non fu consentito neanche a lui, che pure più e meglio di altri ne comprendeva l'urgenza. Fornì un apporto decisivo al completamento normativo della trasformazione del sistema bancario e finanziario. Il suo ultimo atto per la Banca d'Italia, che amava, e per il Paese riguardò l'attribuzione all'Istituto di emissione della piena facoltà di variare i tassi ufficiali.

Carlo Azeglio Ciampi il 29 aprile ha lasciato la carica di Governatore, per assumere l'alta responsabilità di guidare il Governo del Paese in un passaggio fra i più difficili della storia repubblicana. Rispondere alla richiesta di rinnovamento della politica mentre l'economia è in difficoltà è compito che esige eminenti doti personali, intelligenza, indipendenza e prestigio internazionale.

In Ciampi la combinazione di quelle caratteristiche è il frutto di una cultura elevata, di disciplina morale e intellettuale.

Nella Banca d'Italia Ciampi entrò nel 1946 con un insieme di esperienze di studio e di vita già vasto e composito; all'interno di essa ha percorso la sua carriera, dalle unità periferiche, al Servizio Studi, alla gestione delle risorse aziendali, al Direttorio. Fu nominato Governatore nell'ottobre del 1979, succedendo a Paolo Baffi, in un momento difficile della storia dell'Istituto e dell'economia italiana. Nella sua prima Relazione, tenuta in questa stessa sala il 31 maggio 1980, egli ebbe così a esprimersi: "Le vicende che hanno preceduto la rinuncia di Baffi al suo incarico ci chiamano a un'altra responsabilità, non meno ardua. Esse hanno dato corpo al duplice dubbio che si siano ristretti in Italia gli spazi per persone di alta competenza, integrità morale, senso delle istituzioni e che la tradizione di efficienza e di autonomia della Banca centrale possa incrinarsi. È compito del nostro Istituto, ne siamo consapevoli, anche quello di dissipare, con comportamenti concreti, questo dubbio".

L'azione della Banca d'Italia, sotto la guida di Ciampi, ha dissipato quei dubbi.

La politica monetaria degli anni ottanta si svolge sul piano interno in continuità con le linee tracciate e percorse dai suoi due predecessori, sviluppandole ulteriormente; sul piano esterno lungo la via, già decisa, di aderire al Sistema monetario europeo. Quella scelta fu interpretata e vissuta con speciale rigore. Era ferma la convinzione che l'economia avesse bisogno non tanto di un sollievo temporaneo nei conti con l'estero ma di sciogliere i nodi strutturali che la costringevano.

I risultati dell'azione della Banca d'Italia di Ciampi giungono copiosi nei campi che ne sono più direttamente influenzati. L'inflazione venne piegata in pochi anni, nonostante un alto valore del dollaro e un prezzo del petrolio ancora a livelli eccezionalmente elevati.

La ristrutturazione dell'industria, la recuperata stabilità delle aspettative, la disinflazione si congiungevano con la lunga fase dell'espansione produttiva; ne ha beneficiato l'occupazione, mai diminuita nel decennio scorso. Negli anni più recenti, allorché l'idea unitaria torna a prender forza in Europa, Ciampi si adopera per sostenerla con impegno personale, nutrito di idealità. Inscrive in essa il superamento pieno e definitivo dei nodi non risolti della società italiana, primo fra questi il mancato risanamento del bilancio pubblico.

Progressi decisivi si compiono in quell'opera di riscrittura della costituzione monetaria che Ciampi ha invocato con forza e chiarezza di intenti fin dai suoi esordi da Governatore. La separazione funzionale fra politica monetaria e politica di bilancio viene confermata nei fatti e sancita nelle norme; i mercati monetari e finanziari vengono sviluppati; l'efficacia della politica monetaria è accresciuta; la sua inclinazione spostata dalla norma amministrativa a quella del mercato. Lungo questa direzione si compie anche la trasformazione della struttura bancaria e finanziaria. Non ne viene mortificata l'esigenza di stabilità; essa trova garanzia nell'efficienza e nella solidità degli intermediari.

Sono prossimi a compiersi cento anni dalla fondazione della Banca d'Italia. Attraverso le vicende che hanno scandito la vita del Paese, un tratto distintivo segna l'opera dell'Istituto: aver costantemente avuto il fine esclusivo di servire l'Italia, nell'espletamento dei compiti e nell'autonomia stabiliti dall'ordinamento.

Inserita in una economia profondamente mutata da quella di cent'anni fa, aperta all'Europa e all'economia internazionale, con mercati finanziari complessi e in evoluzione, la Banca ha le risorse, in primo luogo le risorse

morali e professionali del suo personale, per continuare ad adempiere i doveri del governo della moneta e del credito.

In vista del centenario la Banca ha da tempo avviato un vasto programma di ricerche; non per scrivere la propria storia, ma per offrire agli studiosi e agli italiani ulteriori elementi conoscitivi sull'azione che essa ha svolto nella scena economica e finanziaria italiana e internazionale. A questa iniziativa se ne aggiungeranno altre nel più ampio campo culturale e in quello sociale. Le ispira il comune obiettivo di celebrare il primo centenario con una sollecitazione affinché la Banca resti fermamente impegnata a perseguire l'interesse del Paese, il bene comune.

### ***L'economia internazionale***

L'economia dei paesi industriali vive una fase contrassegnata da incertezza congiunturale e, soprattutto in Europa, da una tendenza all'aumento della disoccupazione. Nel 1992 la crescita del prodotto nell'area dell'OCSE è stata pari all' 1,5 per cento; resterà debole anche nel 1993. L'inflazione, di poco superiore al 3 per cento nel 1992, è ancora in diminuzione in più paesi.

Alle difficoltà incontrate nel riavviare la crescita hanno contribuito squilibri finanziari irrisolti e tensioni valutarie. In Germania l'orientamento della politica monetaria si è mantenuto restrittivo per i timori di un aumento dell'inflazione. Negli Stati Uniti e in Giappone le autorità hanno progressivamente allentato le condizioni monetarie; nel Nord America l'attività economica è ripresa nell'ultima parte dell'anno.

Da questo contesto hanno tratto forza i fattori che hanno portato alla lacerazione del Sistema monetario europeo; questa, a sua volta, ha concorso ad aggravare la situazione congiunturale.

### ***La crisi nel Sistema monetario europeo***

Nello SME dopo un lungo periodo di stabilità, iniziato nel 1987, dal settembre scorso sono stati effettuati cinque riallineamenti; la sterlina e la lira hanno sospeso la loro partecipazione agli Accordi di cambio. Le valute dei paesi scandinavi hanno reciso il legame con l'ecu. Gli interventi delle banche centrali, di importi senza precedenti, e i forti rialzi dei tassi di

interesse non sono stati sufficienti ad arginare i movimenti speculativi di fondi e le variazioni dei cambi.

La crisi valutaria ha confermato la difficoltà di gestire un sistema di cambi fissi, ma modificabili, in un contesto di alta mobilità dei capitali, allorché è insufficiente la convergenza delle economie e soprattutto difetta il coordinamento delle politiche economiche e monetarie.

Le differenze tra le priorità di politica economica nei paesi della Comunità si erano accentuate già dalla fine del 1991. In Germania le difficoltà connesse con l'unificazione si rivelavano superiori al previsto; l'ampliamento del disavanzo pubblico e l'aggravarsi delle spinte salariali inducevano la Bundesbank a inasprire le condizioni monetarie. Il vincolo di cambio con il marco diveniva più arduo per i paesi che avevano accumulato perdite di competitività e squilibri nella finanza pubblica; lo era anche per le economie dove l'inflazione era più bassa che in Germania.

Fino alla metà del 1992, la prospettiva dell'Unione monetaria europea, rafforzata dall'accordo sul Trattato di Maastricht, aveva dato stabilità alle relazioni di cambio e indotto i mercati a ritenere che i paesi con economie divergenti avrebbero attuato le necessarie misure di risanamento. Nel corso dell'estate le sopravvenute incertezze sul futuro dell'Unione monetaria facevano emergere la fragilità dello SME. La reazione dei mercati fu rapida e intensa; si invertiva la direzione degli ingenti flussi di capitale, in precedenza attratti nei paesi con alti tassi di interesse. Il divaricarsi delle condizioni monetarie negli Stati Uniti e in Germania contribuiva alle difficoltà, provocando un forte deprezzamento del dollaro; il suo valore scendeva in settembre a un minimo storico in termini nominali e reali.

Il Rapporto sui movimenti dei capitali e i mercati dei cambi, redatto sotto la presidenza italiana per il Gruppo dei Dieci, colloca le turbolenze valutarie nel quadro dei profondi cambiamenti, intervenuti negli ultimi anni, nelle dimensioni e nella struttura dei mercati finanziari internazionali. Il totale dei titoli esteri detenuti da residenti americani, giapponesi ed europei ha raggiunto i 2.500 miliardi di dollari. Le transazioni in cambi si sono triplicate rispetto alla metà degli anni ottanta e si collocano oggi attorno ai 900 miliardi di dollari al giorno; sono cresciuti rapidamente i mercati a termine e l'uso degli strumenti derivati. Nella gestione del risparmio e delle attività sull'estero hanno assunto un ruolo crescente gli investitori istituzionali, quali i fondi di investimento e i fondi pensione; negli Stati Uniti e nel Regno Unito il complesso delle risorse gestite da questi investitori supera il prodotto annuo lordo.

Da tali sviluppi trae beneficio l'allocazione mondiale del risparmio; sono però aumentati notevolmente i rischi di instabilità, connessi con mutamenti dei rapporti di cambio e dei tassi di interesse. La risposta non va ricercata nel ritorno a forme di controllo dei movimenti di capitale, ma in un

maggiore coordinamento delle politiche monetarie e fiscali fra i principali paesi. È questa una condizione essenziale per mantenere ordine nei mercati, in qualunque regime di cambio. Al fine di contenere i rischi, che possono divenire sistemici, attinenti agli intermediari, il Rapporto sollecita la definizione di misure di carattere prudenziale in materia di mezzi patrimoniali, di utilizzo degli strumenti derivati, di sistemi di pagamento e compensazione.

Una Comunità europea integrata, che realizzi pienamente il mercato interno, richiede tassi di cambio stabili. Più che una modifica delle regole dello SME è necessaria tutta la cooperazione che quelle regole consentono e presuppongono; essa è mancata durante l'ultima crisi. Il buon funzionamento del Sistema si basa sulla responsabilità dei singoli membri e sull'impegno comune. In ogni paese la politica monetaria può non essere sufficiente per la difesa del cambio; deve essere coadiuvata da una finanza pubblica sana e da una dinamica dei redditi nominali che assicuri la competitività dell'economia. Ma non può mancare un elemento di gestione collettiva del Sistema, nel valutare la congruità dei rapporti di cambio, nel concordare eventuali mutamenti e nel difendere le parità ritenute adeguate.

Con la ratifica del Trattato sull'Unione europea dovrà acquistare più forza il coordinamento delle politiche monetarie e degli strumenti. A questo compito importante sarà chiamato ad attendere l'Istituto monetario europeo, la cui costituzione rappresenta l'ulteriore passo istituzionale verso l'Unione economica e monetaria.

### ***La congiuntura***

La ripresa negli Stati Uniti, avviata nel secondo semestre dello scorso anno con il favore di una politica monetaria da tempo espansiva, non si è ancora consolidata. L'attività è debole in Giappone e nella Comunità europea. In Germania per il 1993 si prevede una caduta del prodotto intorno al 2 per cento nelle regioni occidentali; l'espansione in quelle orientali è sostenuta da massicci trasferimenti pubblici e si accompagna a forti spinte sui prezzi.

L'andamento divergente del ciclo economico dei principali paesi industriali si è riflesso in più ampi squilibri delle bilance dei pagamenti correnti. Si è confermato il carattere strutturale del disavanzo americano, che si prevede risalga dai 60 miliardi di dollari nel 1992 verso i 100 nell'anno in corso; si è accentuato il deficit commerciale con il Giappone, si è deteriorato il saldo con la Comunità. Sempre nel 1992 l'attivo giapponese è salito a 118 miliardi di dollari.

L'inflazione si è ridotta, nell'insieme dei paesi industriali, grazie anche alle basse quotazioni dell'energia e delle altre materie di base. Nella Comunità il tasso di aumento dei prezzi al consumo nell'aprile di quest'anno è stato del 3,4 per cento.

Permangono gravi le difficoltà economiche delle repubbliche nate dalla dissoluzione dell'Unione Sovietica, difficoltà connesse con la disgregazione della società civile e con l'instabilità politica. Alle riforme in atto in Russia potrà contribuire il programma di sostegno concordato con il Gruppo dei Sette e con le istituzioni finanziarie internazionali.

Negli Stati Uniti, in Giappone, nel Regno Unito, in Svezia, seppure in periodi e con intensità differenti, la difficile situazione finanziaria di imprese e famiglie ha contribuito a prolungare la congiuntura avversa. Il cospicuo indebitamento accumulato nell'ultimo decennio, a tassi di interesse rimasti elevati in termini reali, ha determinato una contrazione dei piani di investimento e di consumo. Il deterioramento della qualità del credito e la conseguente esigenza di ristrutturare i bilanci e di contenere i rischi hanno indotto le banche a limitare l'erogazione di prestiti. Ne è risultata frenata la trasmissione all'economia delle più distese condizioni monetarie.

Nonostante la ripresa, il progresso dell'occupazione è esitante anche negli Stati Uniti. I processi di innovazione e di ristrutturazione si stanno però traducendo in molti casi in aumento della produttività; potranno sostenere una futura, più stabile, espansione dell'economia.

Nella Comunità europea cala l'occupazione nell'industria e sembra esaurirsi la creazione di posti di lavoro nel terziario. Alla fine del 1992 il tasso di disoccupazione superava di 2 punti percentuali i valori registrati nel 1990; si prevede che esso si accresca ancora quest'anno, portandosi sui livelli massimi dalla metà degli anni ottanta. Il numero dei senza lavoro ha raggiunto i 17 milioni. La più elevata disoccupazione nella Comunità riflette, nel confronto con il Giappone, la minore competitività e la minore crescita dell'economia; nel confronto con gli Stati Uniti, le maggiori rigidità nella regolamentazione e nel costo del lavoro.

Dopo tre anni di rallentamento il commercio mondiale di manufatti ha segnato un recupero, espandendosi del 5 per cento nel 1992; l'impulso è provenuto dal Nord America e dai paesi in via di sviluppo dell'Asia e dell'America Latina. Ha continuato in particolare a crescere a ritmi sostenuti l'economia della Cina, dove il prodotto è aumentato del 13 per cento e di oltre il 20 il volume delle importazioni.

Sul futuro degli scambi incombono le incertezze connesse con l'esito dei negoziati dell'Uruguay Round e con il recente acuirsi delle contrapposizioni nei rapporti commerciali fra le principali aree. Una vigorosa spinta

alla liberalizzazione può contribuire alla ripresa dell'economia mondiale, favorendo soprattutto i paesi in via di sviluppo e gli stessi paesi industriali; può aiutare l'economia internazionale a uscire dalla condizione di sottoccupazione nella quale rischia di adagiarsi.

La ripresa di un processo di sviluppo stabile richiede la realizzazione degli impegni che i principali paesi hanno confermato nelle recenti riunioni di Washington. Negli Stati Uniti è essenziale, al fine anche di consolidare e intensificare la riduzione dei tassi di interesse a più lunga scadenza, la correzione strutturale del disavanzo pubblico, proposta dalla nuova Amministrazione al Congresso. In Giappone, dove il risparmio è sovrabbondante rispetto agli usi interni e il debito pubblico limitato, è necessaria la piena attuazione della politica espansiva annunciata dal Governo.

Più complessa si presenta la politica economica in Germania, più in generale in Europa, dove i disavanzi e il debito pubblico restringono i margini per politiche di bilancio volte a stimolare la domanda. Al netto degli effetti ciclici, i saldi dei bilanci pubblici sono peggiorati nell'ultimo triennio, invertendo la tendenza al miglioramento degli anni precedenti. Va evitato il rischio di un ulteriore deterioramento strutturale, è necessario anzi agire con decisione nel senso di un risanamento. Se ne gioveranno l'allocazione delle risorse e la disponibilità di risparmio per gli investimenti produttivi. Ne trarrà impulso l'intravista e possibile discesa dei tassi di interesse, in particolare di quelli a lungo termine.

### ***L'economia italiana***

Nell'anno trascorso dall'ultima Assemblea si sono succeduti eventi tumultuosi. Il Paese non ha potuto evitare il trauma di una forte svalutazione della moneta. Si è sfiorata l'instabilità finanziaria.

I risultati macroeconomici complessivi del 1992 si riassumono in una decelerazione, allo 0,9 per cento, della crescita del prodotto; in una inflazione media annua ridotta di un punto, al 5,3 per cento; in un disavanzo della bilancia dei pagamenti correnti salito al 2,2 per cento del prodotto.

Queste cifre non trasmettono il senso della condizione in cui la nostra economia è venuta a trovarsi tra l'estate dello scorso anno e i primi mesi del 1993, sospesa tra il ristagno produttivo unito al rischio di ripresa dell'inflazione e l'avvio di un risanamento. La precarietà era il portato del calo di fiducia che ha coinvolto imprenditori, consumatori e risparmiatori e che ha investito la sfera sociale e quella politica.

## ***La crisi valutaria***

Alle scadenze istituzionali della primavera del 1992 l'economia italiana era giunta indebolita dai ritardi di attuazione della politica economica. Si faceva urgente la questione del "governo dell'economia".

L'espansione eccessiva della spesa pubblica, gli sprechi e la bassa qualità di alcuni servizi, l'inefficienza del sistema tributario riflettono i più generali problemi di governo del Paese e di funzionalità delle istituzioni.

Col diffondersi della consapevolezza di queste carenze, la valutazione negativa dei soggetti economici assumeva consistenza e si radicalizzava, fino a divenire indistinto giudizio sul Paese nel suo complesso.

Nel maggio dello scorso anno la Banca d'Italia intese dare alla disamina dei problemi e alla definizione di una strategia di politica economica un suo articolato contributo. Vennero richiamati e quantificati gli interventi, immediati, ma a effetto permanente, che l'economia italiana sollecitava in materia di finanza pubblica e di politica dei redditi. Quelle indicazioni erano coerenti con gli enunciati del Governo; erano fondate su analisi e prescrizioni lungamente dibattute in sede politica e tra gli studiosi.

Un esercizio quantitativo indicava le vie per riportare l'economia, da un andamento che avrebbe potuto sfociare in una crisi di vaste proporzioni, verso un sentiero di sviluppo stabile, sia pure dopo una fase inevitabile di aggiustamento. L'organicità degli interventi, unita alla capacità produttiva e di risparmio, avrebbe iniettato nei mercati dosi sufficienti di fiducia nel nostro sistema economico e nel suo sviluppo. Una correzione della parità della lira sarebbe potuta eventualmente intervenire in una fase successiva, per compensare i dislivelli competitivi che i guadagni di produttività non avessero colmato.

Il fattore tempo era cruciale. Forti pressioni sulla lira si manifestarono agli inizi di giugno, in seguito all'esito negativo del referendum danese, e si accompagnarono a difficoltà sul mercato finanziario. Già in quel mese si ebbero vendite di titoli pubblici da parte di investitori istituzionali e operatori esteri e l'afflusso netto di capitali si tramutò in deflusso. Una non tenuta del mercato dei titoli pubblici, anche solo limitata, avrebbe potuto avere effetti dirompenti su quello valutario.

La Banca d'Italia adoperava gli strumenti a sua disposizione per difendere la lira e per arginare la sfiducia. Venivano aumentati i tassi di interesse e si rendeva più stringente la creazione di base monetaria; la crescita della moneta veniva rallentata e mantenuta sensibilmente al di sotto del limite del 7 per cento indicato al CIPE per il 1992.

Il nuovo Governo cominciava a operare con pienezza di poteri il 4 luglio; adottava nello stesso mese un insieme di misure di bilancio i cui effetti di correzione del disavanzo erano annunciati in 30.000 miliardi. Confermava la scelta della stabilità del cambio, condivisa dalla Banca d'Italia, quale fondamento della politica di risanamento. Veniva manifestato l'intendimento di procedere alla privatizzazione di cespiti pubblici. Si delineavano gli indirizzi di riforma nei grandi comparti della spesa pubblica, opportunamente affidati a un disegno di legge-delega.

Alla fine di luglio, con la mediazione del Governo, si raggiungeva l'accordo fra le parti sociali. Esso appariva immediatamente, ma soprattutto in seguito si è rivelato, di portata notevole. Attraverso il riequilibrio delle dinamiche retributive nei settori privato e pubblico e l'abolizione della scala mobile si configurava una moderazione salariale, benefica per la competitività.

Ritardi nell'attuazione, la stessa complessità politica e istituzionale della procedura di intervento sui conti pubblici, alcuni atti dimostratisi inopportuni non permettevano di invertire l'orientamento delle aspettative.

La Banca d'Italia, impegnata nella difesa del cambio, ingaggiava la corsa contro il tempo, nella prospettiva che le necessarie misure di bilancio venissero prese al più presto. I mercati assumevano come momento critico per la tenuta del Sistema monetario europeo la data del referendum francese. I paesi della Comunità, timorosi che un riallineamento di parità pregiudicasse l'esito di quella prova, ritennero di poter tutelare lo SME limitandosi a riaffermare, sia pure pubblicamente e solennemente, il 28 agosto e il 5 settembre, la volontà di mantenere invariati i rapporti di cambio.

Alla salvaguardia della lira rimanevano deputate le politiche monetaria e valutaria. Dal 24 agosto si intensificavano gli interventi sul mercato dei cambi. Il 4 settembre i tassi ufficiali, di sconto e sulle anticipazioni a scadenza fissa, venivano portati, rispettivamente, al 15 e al 16,5 per cento; la base monetaria veniva razionata. Il tasso di interesse *overnight* superava il 30 per cento; anche a questi tassi non tutta la liquidità richiesta nel mercato era resa disponibile dai detentori.

Si escludeva ogni ricorso a restrizioni dei movimenti di capitale. Si sarebbe contraddetto l'indirizzo, consolidato, di affidarsi agli strumenti di mercato per il controllo della situazione valutaria. Simili interventi sarebbero risultati comunque inefficaci nel mutato contesto economico e istituzionale, di fronte a mercati vasti e a strumenti finanziari innovativi.

Il 12 settembre le autorità italiane e tedesche, preso atto della gravità della crisi, decidevano di richiedere la modifica della parità delle due monete e di proporre agli altri paesi di procedere a un riallineamento più

esteso, a cui avrebbe corrisposto una significativa riduzione dei tassi di interesse in Germania. La mancata consapevolezza da parte di taluni governi che la crisi investiva il Sistema nel suo insieme non consentiva di cogliere quella opportunità. Il riallineamento, deciso il 13 settembre, finiva col riguardare soltanto la parità della lira; la riduzione dei tassi ufficiali tedeschi non superava il mezzo punto.

Alla riapertura dei mercati riaffluivano in Italia fondi per oltre 3,5 miliardi di dollari, mentre si addensavano le pressioni sulla sterlina. I deflussi dal mercato inglese raggiungevano, nella giornata del 16 settembre e malgrado i ripetuti rialzi dei tassi di interesse, importi misurabili in decine di miliardi di dollari. Le turbolenze, seguendo le difficoltà della sterlina, si estendevano alla lira e alla peseta. La sterlina abbandonava gli Accordi di cambio; analoga decisione veniva presa per la lira, mentre si svalutava la peseta. La sterlina fletteva rapidamente nei confronti del marco deprezzandosi, rispetto alle quotazioni del 16 settembre, fino al 14 per cento ai primi di ottobre.

Tra l'inizio di giugno e la metà di settembre l'importo cumulato degli interventi a sostegno della lira si ragguagliava a 48 miliardi di dollari. Dopo l'esito favorevole, sia pure con margini limitati, del referendum francese, lo SME seguiva a essere sottoposto a forti tensioni; la speculazione si appuntava sul franco francese, costringendo a interventi massicci e ripetuti. Si confermava la natura sistemica della crisi.

All'asta dei Buoni ordinari del Tesoro di fine agosto erano rimasti invenduti titoli per 3.300 miliardi. In settembre, mentre il Governo metteva a punto la manovra di finanza pubblica, si diffondevano timori di misure straordinarie. Il portafoglio degli operatori non bancari calava di oltre 11.000 miliardi, per il mancato rinnovo dei titoli in scadenza e per le cessioni sul mercato secondario. A fine mese voci incontrollate di provvedimenti straordinari investivano la stessa moneta bancaria; si verificava una ondata di prelievi di contante. La Banca d'Italia sollecitava e sosteneva le banche nell'azione tesa a tranquillizzare i risparmiatori.

La sequenza degli eventi sembrava sul punto di innescare una crisi finanziaria. Le incertezze non riguardavano la solidità del sistema bancario. Ma se i timori, soprattutto concernenti il debito pubblico, si fossero radicati, anche la fiducia nella moneta bancaria sarebbe stata minata, con ulteriori ripercussioni sul cambio e sui prezzi.

Tra la metà di settembre e la metà di ottobre, il procedere della manovra di finanza pubblica decisa il 17 settembre, la solidità del sistema bancario, la professionalità degli operatori, insieme con il ritorno della fiducia dei risparmiatori, facevano fronte ai fattori di crisi. Nell'arco di

alcune settimane il mercato tornava a esprimere condizioni favorevoli all'investimento in titoli pubblici.

Il mercato secondario dei titoli di Stato, grazie al suo spessore e alla sua efficienza, aveva retto all'urto, pur con oscillazioni dei corsi di ampiezza e intensità eccezionali. Fino al maggio 1992 i prezzi dei Buoni del Tesoro decennali erano rimasti su valori di 98-99 lire per ogni cento di capitale nominale. All'inizio di ottobre erano scesi a 87 lire, per poi risalire in novembre a 95. Nella scorsa settimana la loro quotazione si è collocata intorno alle 99 lire. I tassi dei BOT, da valori nominali al netto della ritenuta fiscale intorno all' 11 per cento nella primavera del 1992, erano saliti al 15,6 in settembre, per tornare al 12,1 per cento in dicembre. Sono discesi sotto il 10 per cento all'ultima asta, valore minimo da quattro anni.

L' 11 settembre si era dato inizio, secondo quanto da tempo programmato, all'operatività del mercato dei *futures*. Anziché venire ostacolato sul nascere, se non travolto, dai sintomi della crisi, esso superava rapidamente la fase iniziale, contribuendo a conferire stabilità alle aspettative.

Il mercato dei titoli ha sempre conservato un buon grado di liquidità. Gli interventi compiuti dalla Banca d'Italia nei momenti più critici sono stati di entità limitata. Il mercato ha di fatto garantito continuità di contrattazioni, per tutti gli operatori e per gli intermediari italiani ed esteri; indirettamente, per i milioni di risparmiatori detentori di titoli pubblici che in essi hanno riposto la propria fiducia.

Subito dopo l'uscita dalla banda di fluttuazione dello SME, la nostra moneta si deprezzava rapidamente, in un mercato dei cambi divenuto più sottile e illiquido a causa dell'accresciuta percezione del rischio di cambio da parte di operatori e intermediari. Nella prima settimana di ottobre il cambio toccava le 927 lire per marco dalle 750 di maggio. In ottobre e ancora in novembre riaffluivano capitali non bancari, che compensavano ampiamente la riduzione delle passività sull'estero del sistema creditizio. Con l'attenuarsi delle tensioni nello SME, la quotazione si riportava intorno alle 850 lire.

Dalla seconda metà di novembre la lira tornava a deprezzarsi, in un contesto europeo nuovamente turbato. Da allora, fino agli inizi di aprile, col deterioramento del clima politico in Italia, il rapporto di cambio con il marco è giunto a sfiorare quota 1.000. Successivamente la punta estrema del deprezzamento è stata riassorbita. Venerdì scorso il cambio del marco è stato di 922 lire. La ricostituzione delle riserve valutarie, rispetto alla situazione di metà settembre, ammontava a oltre 22 miliardi di dollari, in larga parte per effetto di operazioni pronti contro termine in valuta.

## ***Lo stato dell'economia e le prospettive***

Nei mesi seguiti alle tensioni valutarie dell'estate i consumi delle famiglie sono diminuiti; è poco probabile una crescita nella media dell'anno in corso. Fra i beni di consumo durevole è particolarmente forte la caduta registrata dagli acquisti di autovetture, simile a quella successiva alla prima crisi petrolifera; una tendenza analoga si riscontra nei principali mercati europei.

La flessione degli investimenti eccederà quella dell'anno passato. La congiuntura è sostenuta dalla spinta che il deprezzamento del cambio ha impresso alle esportazioni; la loro crescita supererà nettamente quella della domanda mondiale.

La produzione industriale, già ridottasi di mezzo punto percentuale nella media del 1992, è rimasta nei primi cinque mesi di quest'anno sui livelli depressi della fine dello scorso anno.

La caduta in atto degli investimenti, i rincari del costo del lavoro nel triennio 1989-1991, le incerte prospettive di crescita all'interno e all'estero si riflettono sulla domanda di lavoro. L'occupazione, per la prima volta da molti anni, ha subito una forte flessione: rispetto al gennaio del 1992 si è ridotta di quasi 2 punti percentuali, 380.000 persone. La diminuzione, rapida durante la seconda metà dell'anno passato, sembra rallentare, ma non si registrano ancora segni di inversione di tendenza.

Indicazioni di segno positivo per l'attività economica provengono, come ricordato, dalle esportazioni. Sulla base dei dati disponibili il valore di quelle dirette ai paesi fuori della Comunità è aumentato nei primi quattro mesi di quasi il 30 per cento rispetto a un anno prima. Anche sul mercato nazionale i nostri prodotti hanno guadagnato posizioni. Il miglioramento dell'interscambio e il recupero di quota delle esportazioni italiane sul mercato mondiale riflettono la caduta della domanda interna e l'aumento di competitività.

La bilancia dei pagamenti di parte corrente, per la prima volta dopo il ribasso del prezzo del petrolio nel 1986, ha davanti a sé la prospettiva di un netto miglioramento nel 1993 e la possibilità del riequilibrio nel 1994. La più bassa quotazione della lira è venuta a configurare una opportunità che l'economia e la politica economica dovranno cogliere. Essa può essere leva per il rilancio della produzione. Il guadagno di competitività produrrà benefici duraturi se non sarà vanificato da maggiore inflazione; non deve attenuare l'impegno a migliorare la specializzazione della nostra industria manifatturiera nel commercio internazionale. Nel comparto dei beni ad alta intensità di ricerca e sviluppo, tra i maggiori paesi industriali l'Italia ha l'interscambio di gran lunga più deficitario.

Indicazioni confortanti si traggono dall'andamento dei prezzi al consumo. Il tasso di aumento è passato dal 5,3 per cento in agosto al 4,0 in maggio, nonostante il deprezzamento della lira. Il contenimento dell'inflazione è riconducibile, oltre che all'orientamento della politica monetaria, alla debolezza della domanda interna, alla riduzione dei prezzi in valuta dei beni importati, alla moderazione salariale.

Il rifiuto delle parti sociali di affidare alla rincorsa fra prezzi e salari la tutela dei redditi da lavoro è stato il fattore decisivo.

Dopo l'uscita dagli Accordi di cambio, la riduzione dei tassi di interesse è stata concomitante all'attuazione della manovra di bilancio, al ritorno della fiducia nei mercati dei titoli pubblici e alla constatazione che l'evoluzione del credito e della moneta non entrava in un circolo vizioso con il cambio e con l'aumento dei prezzi.

Il tasso ufficiale di sconto è stato progressivamente ridotto, in sei tappe, al 10,5 per cento. Strumentale, nel passaggio dalla situazione di massima tensione alle attuali più distese condizioni dei mercati, è stato il regime di sorveglianza informale sui prestiti, attuato con il concorso del sistema bancario e cessato a fine marzo.

All'inizio di febbraio, con decreto del Ministro del tesoro, è stata disposta la riduzione di circa 35.000 miliardi della consistenza della riserva obbligatoria dovuta sulla raccolta bancaria. Rispetto a questa, l'incidenza media effettiva della riserva è diminuita dal 18 al 13 per cento; la riserva è remunerata a un tasso medio intorno al 6 per cento.

Il costo del credito bancario ha mostrato dapprima vischiosità nel rispondere alle condizioni meno tese del mercato monetario. Dall'inizio dell'anno in corso l'adeguamento dei tassi attivi è divenuto più rapido: quelli minimi sono scesi su valori tra i più bassi dell'ultimo decennio. Una più generalizzata attenuazione degli oneri da interessi per le imprese è frenata dal peggioramento della qualità del credito e dalla rigidità verso il basso, da rimuovere, dei tassi passivi.

Nella prima metà degli anni ottanta i tassi di interesse reali sui titoli a medio e a lungo termine sono stati in Italia nettamente più bassi di quelli in media prevalenti negli altri sei maggiori paesi industriali. Nella seconda metà del decennio e sino alla fase acuta della crisi dell'estate scorsa i tassi reali italiani sono stati sostanzialmente in linea, o di poco superiori, rispetto a quelli degli altri principali paesi.

Il costo reale del denaro in Italia è attualmente più elevato, anche per gli accresciuti premi al rischio che costituiscono il lascito della crisi. Nelle condizioni di integrazione internazionale, fonte di efficienza e di

ampliamento delle possibilità di finanziamento delle imprese, l'ulteriore riduzione dei tassi di interesse, richiesta dallo stato dell'economia, trova un vincolo nei livelli che si registrano negli altri paesi.

La regolazione delle quantità nominali di credito e moneta, il contenimento del disavanzo pubblico, la limitazione del complesso del debito e delle attività finanziarie restano determinanti per la continuazione del processo di disinflazione e per la stabilizzazione del mercato valutario.

L'uscita dagli Accordi di cambio non può tradursi in fluttuazioni ampie e protratte nel tempo. Nella situazione di piena apertura della nostra economia, esse innalzano i costi delle transazioni con l'estero, trasmettono instabilità al mercato finanziario, aumentano i rischi insiti nelle scelte di investimento. Al fine del rientro della lira negli Accordi è necessario che una piena fiducia torni a prevalere nei mercati. La credibilità dell'azione di governo dell'economia, la prevenzione di rischi di instabilità finanziaria richiedono l'attuazione dei programmi di riequilibrio dei conti pubblici e di ridimensionamento del debito, cui fa anche riferimento il prestito contratto con la Comunità europea nel gennaio scorso.

Al fine di riportare i saldi di bilancio del 1993 in linea con gli obiettivi da ultimo definiti nella Relazione di cassa del marzo scorso, il Governo ha varato provvedimenti di importo pari a 12.400 miliardi, per metà derivanti dalle entrate, per il resto da riduzioni di spesa e da afflussi di fondi in Tesoreria. Per il settore statale l'avanzo primario dovrà essere di conseguenza non inferiore a 37.000 miliardi, a fronte di 8.000 nel 1992; il disavanzo complessivo, pari a 163.000 miliardi nello scorso anno, sarà contenuto entro 155.000.

La legge finanziaria per il 1994 sarà presentata entro la fine di luglio, in anticipo rispetto alle scadenze abituali. Sono indispensabili misure atte a ridurre nel 1994 e negli anni successivi il valore assoluto del fabbisogno, con l'obiettivo di invertire entro il triennio l'andamento del rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo. Il conseguimento di avanzi primari crescenti dovrà proseguire fino all'eliminazione del disavanzo corrente.

Occorre proseguire nella politica di contenimento delle retribuzioni e delle altre grandi componenti della spesa pubblica. È urgente un ristabilimento dell'efficienza e la depurazione da oneri impropri delle spese per opere pubbliche e per acquisti di beni e servizi. La pressione fiscale dovrà essere consolidata per i contribuenti; a livello macroeconomico, un suo innalzamento potrà derivare dal necessario recupero dell'evasione e dell'elusione. La riduzione del disavanzo, rallentando il ricorso al mercato,

si rifletterà sugli oneri per interessi, per il minor premio al rischio e per l'abbassamento del costo del debito.

Il contenimento delle retribuzioni nel settore privato va confermato: condurrà a un arresto del deterioramento delle condizioni dell'occupazione e, in seguito, a un suo miglioramento.

Vanno ricercati principi e regole atti a evitare eccessi di conflittualità, assicurare flessibilità nell'impiego e nel costo del lavoro, in relazione alle condizioni generali dell'economia, allo stato delle imprese, alle situazioni regionali. Una diversificazione dei costi del lavoro non necessariamente implica nelle aree meno favorite, dato il più basso costo della vita, un minor reddito reale rispetto al resto del Paese.

In un orizzonte di medio termine la politica regionale deve mirare, anche attraverso investimenti in infrastrutture, a rimuovere le cause della differenza di produttività dovuta a difficoltà ambientali, non a finanziare quella differenza. Nelle regioni meno sviluppate l'alto tasso di disoccupazione giovanile interagisce con il deterioramento dell'ambiente sociale. Su tutto il territorio nazionale la Banca d'Italia è impegnata, a fianco dei poteri dello Stato e insieme con il sistema creditizio, nel combattere il riciclaggio e nel prevenire l'infiltrazione di fenomeni criminosi nella finanza.

La misura ultima dello sviluppo economico e civile sarà costituita dall'aumento dell'occupazione. La ripresa di un duraturo sviluppo dell'economia italiana non potrà prescindere dal realizzarsi di un'analogia evoluzione in Europa e negli altri paesi industriali.

Nella Comunità non può non destare preoccupazione, in una fase di ristagno o addirittura di recessione dell'economia, la rigidità verso il basso dei tassi di interesse a lungo termine al netto dell'inflazione attesa, su valori elevati. L'Italia può contribuire a una riduzione dei tassi di interesse, in primo luogo attraverso il risanamento delle finanze pubbliche e l'arresto della crescita del debito.

### ***Una finanza per l'impresa***

La struttura finanziaria dell'Italia è caratterizzata da un alto debito pubblico, per metà in mano alle famiglie, da un modesto indebitamento delle stesse, da un volume di attività finanziarie complessive che, in rapporto al prodotto, è più basso di quanto osservabile negli altri sistemi economici sviluppati. Tra i sette maggiori paesi industriali l'Italia ha il più alto debito pubblico e il più basso debito delle famiglie, pari al 22 per cento

del reddito nazionale. Negli altri paesi, con l'eccezione della Germania, il debito delle famiglie è uguale o eccede, in valore assoluto, il debito pubblico.

Dalla recente rielaborazione dei conti finanziari, effettuata dal Servizio Studi, non risulta un sistema di imprese scarsamente capitalizzato. Ma il capitale non circola nel mercato, sfuggendo alla selezione e al vaglio degli operatori.

Appare peculiare il contrasto tra aspetti finanziari e aspetti economici, per il settore pubblico da un lato, per quello privato dall'altro. Il finanziamento dello Stato può contare su un mercato dei titoli del debito pubblico tra i più efficienti a livello internazionale. Le imprese non possono avvalersi di un mercato mobiliare in grado di assecondarne le strategie.

L'elevato tasso di risparmio, la dimensione e la composizione della ricchezza reale e finanziaria inducono a ritenere che esista uno spazio rilevante per uno sviluppo della finanza al servizio delle imprese e degli investimenti privati.

È aumentata notevolmente l'apertura internazionale del nostro sistema finanziario. Tuttavia, alla fine del 1991, le attività sull'estero dei residenti erano pari all'8,5 per cento di quelle complessive, a fronte di percentuali comprese tra il 12 e il 23 in Francia, Germania e Regno Unito.

Il processo di integrazione finanziaria internazionale è destinato a continuare. Nei primi due decenni del dopoguerra i settori agricolo e manifatturiero si aprirono agli scambi con l'estero, trasformando coerentemente le strutture produttive. Nell'ultimo quinquennio l'integrazione ha interessato la finanza; costituisce ora un elemento strutturale dell'economia e della legislazione.

### ***La gestione del debito pubblico***

L'obiettivo di ridurre il fabbisogno del settore statale non può essere conseguito con il ricorso a facili formule. L'avanzo al netto degli interessi dovrà raggiungere il livello necessario ad arrestare la crescita del rapporto tra il debito e il prodotto.

I pagamenti per interessi gravano sulle risorse del settore pubblico solo per la parte corrispondente a un aumento del valore reale del debito. Ma non per questo la componente nominale è irrilevante; elevati interessi nominali dilatano le cifre del fabbisogno, appesantiscono la gestione del debito, nuocciono, con l'inflazione che li genera, alla valutazione che i mercati danno del Paese.

Non abbiamo cessato di interrogarci sulle vie attraverso le quali una efficiente gestione del debito può contribuire al risanamento. Nei due decenni trascorsi si sono succedute tre fasi. Alla creazione, nella seconda metà degli anni settanta, di un mercato primario dei titoli pubblici a breve termine, sollecitato dall'inflazione connessa con la crisi petrolifera, è seguito un periodo in cui si è fatto ampio ricorso a titoli con indicizzazione finanziaria; la vita media del debito poté allungarsi e i rischi di instabilità creati dalla frequenza dei rinnovi furono ridotti. Negli anni più recenti la diffusione dei titoli pluriennali a reddito fisso ha arricchito il mercato e, isolando il costo del debito dalle oscillazioni dei tassi a breve termine, ha ampliato i margini di manovra della politica monetaria. Altre forme di titoli sono state sperimentate ma non hanno riscosso uno stabile apprezzamento dei risparmiatori. I titoli in circolazione si distribuiscono in parti quasi uguali fra le tre principali componenti.

La prospettiva del riequilibrio di bilancio, un possibile declino dei tassi di interesse in Europa e i più bassi rapporti di cambio della lira hanno portato a considerare la possibilità di un più esteso ricorso al mercato internazionale e alla indicizzazione valutaria di titoli pubblici. Il successo di una gestione del debito che muova lungo tali linee dipende ancor più strettamente dall'azione di risanamento dell'economia.

L'ulteriore aumento dell'avanzo primario programmato per i prossimi anni avvierebbe un circolo virtuoso, agevolando la diminuzione dei tassi di interesse nominali verso i livelli prevalenti negli altri paesi. La riduzione della spesa per interessi, nella seconda metà degli anni novanta., potrà restituire flessibilità alla manovra di bilancio. Simulazioni quantitative indicano che, con il contributo derivante dal calo dell'inflazione e dalla riduzione dei tassi, il rapporto tra il fabbisogno e il prodotto interno lordo può diminuire rapidamente, portandosi su valori molto contenuti verso la fine del decennio. Un più ampio ricorso all'emissione di titoli a indicizzazione valutaria potrà dare un beneficio, ma esso non è determinante per la dinamica dei conti della finanza pubblica.

Ogni ipotesi di manovra forzata sul debito è iniqua e gravida di pericoli; la diffusione del possesso dei titoli, lo sviluppo e l'integrazione dei mercati la rendono di fatto impraticabile. È solo attraverso la combinazione di un aumento dell'avanzo primario e di un'accorta gestione operativa, in un contesto di inflazione calante, che si può alleggerire il peso del debito, rinsaldando una piena fiducia degli operatori e, soprattutto, dei risparmiatori.

Una fonte di creazione di base monetaria che attualmente sfugge all'autonomia della Banca centrale sarà eliminata con la riforma del conto corrente di tesoreria. Il disegno di legge è stato recentemente riproposto

all'approvazione del Parlamento; esso prevede anche che lo strumento della riserva obbligatoria venga ricondotto alla sfera più propria della politica monetaria.

### ***La Borsa e le banche***

Lo sviluppo di una economia, il pieno impiego delle risorse umane e materiali riposano anche sull'operatività di mercati dei capitali efficienti, a servizio della finanza di impresa.

I mercati dei beni e dei prodotti forniscono indicazioni sulla validità delle scelte imprenditoriali già compiute e sulla capacità di produrre a prezzi concorrenziali. Ma per vagliare le scelte di oggi che guardano a un futuro anche lontano sono essenziali sistemi finanziari con mercati dei capitali ben organizzati. Essi permettono di sostenere nuove opportunità di sviluppo, di realizzare, quando è necessario, nuovi assetti della proprietà o semplicemente del controllo.

Fra coloro che controllano e dirigono l'impresa e coloro che la finanziano esiste un interesse comune, ma anche una tensione dialettica: tra l'interesse dei primi a esercitare pienamente la funzione di comando loro propria e quello dei secondi a trarre il rendimento migliore dai fondi investiti.

In Italia il controllo di larga parte del sistema produttivo, di proprietà pubblica, è sottratto al vaglio del mercato. Nel settore privato, non solo tra le imprese medie e piccole, la prevalenza di modelli proprietari fondati su titoli che non circolano ha garantito stabilità del controllo; ma è stata spesso di ostacolo all'apporto di capitale di rischio nei momenti delle scelte per la crescita. Soltanto il 5 per cento delle imprese italiane è organizzato come società di capitali, contro il 13 per cento in Germania e il 15 in Francia. Circa il 6 per cento delle famiglie detiene azioni, contro il 12 in Germania, il 14 in Francia e percentuali più elevate nei paesi anglosassoni. La carenza del mercato diviene evidente nei momenti critici della vita dell'impresa, allorché la sua conduzione e le scelte produttive e strategiche devono essere sottoposte a disamina.

Nell'esperienza italiana, il sistema produttivo si è avvalso ampiamente del sostegno del settore pubblico, soprattutto nelle fasi di difficoltà: con l'acquisizione all'area pubblica di imprese private non profittevoli, con l'aiuto di Stato, con misure straordinarie di agevolazione per il consolidamento dei debiti. Sono forme di supplenza che hanno fornito una protezione del valore aggiunto e dell'occupazione, ma che hanno anche generato un

appesantimento delle finanze pubbliche e un impoverimento del ruolo delle istituzioni finanziarie. Il sistema imprenditoriale e quello finanziario debbono ora trovare in se stessi la capacità di superare quelle difficoltà.

Nel sistema finanziario va sviluppata una più stretta complementarità di funzioni tra intermediazione creditizia e mercato azionario. È nella natura della banca svolgere un ruolo attivo in tutti e tre i momenti, fra loro connessi, che compongono la finanza a servizio della produzione: il credito, la consulenza, il capitale di rischio. Anche quando non assuma partecipazioni dirette, la banca attraverso la valutazione del credito seleziona le capacità imprenditoriali e può concorrere a determinare lo stesso assetto di controllo dell'impresa; con le conoscenze acquisite nei rapporti quotidiani può orientare l'impresa nelle operazioni che attengono alla ristrutturazione del passivo, al lancio di prestiti o di aumenti di capitale, alla ricerca di investitori per la riorganizzazione della proprietà.

Nel rafforzamento del patrimonio, nella diffusione e nel ricambio della proprietà il ruolo principale spetta alla Borsa; le banche potranno concorrervi con l'attività loro propria di consulenza e di collocamento e garanzia di emissioni azionarie presso il pubblico. Alla impresa minore esse dovranno saper fornire un contributo più articolato, affiancandola nella gestione finanziaria, favorendone la crescita e l'apertura anche al capitale di rischio.

L'affermazione di investitori istituzionali, in grado di esercitare un ruolo attivo nelle aziende partecipate, e il pieno esplicarsi della normativa sulla trasparenza potranno alimentare una più ampia domanda di azioni, anche da parte delle famiglie; la disponibilità di queste a investire in azioni è in relazione alla loro fiducia nel buon funzionamento del mercato e nell'efficace tutela degli interessi dei piccoli azionisti. Questo Istituto collabora con la Consob lungo tale linea.

La Banca d'Italia proporrà al Comitato interministeriale per il credito e il risparmio l'emanazione di disposizioni che consentano alle banche di assumere partecipazioni in imprese non finanziarie, completando la gamma delle funzioni che queste possono svolgere nella finanza di impresa. Il limite per l'acquisizione di partecipazioni in ogni singola società sarà definito in relazione alla capacità patrimoniale della banca, alla sua struttura organizzativa, ai risultati e alla qualità della sua gestione. Con la medesima procedura sarà ampliata la possibilità per le società quotate di collocare sul mercato strumenti di debito; per le non quotate il collocamento dovrà avvenire con l'intervento di intermediari sottoposti a vigilanza.

Insieme con le altre Autorità e con la collaborazione degli operatori professionali, la Banca d'Italia promuoverà, sulla base dell'esperienza del mercato dei titoli pubblici, un'analisi di fattibilità per l'organizzazione di un efficiente mercato secondario dei titoli obbligazionari privati.

Il processo di trasformazione della finanza privata potrà trovare un importante incentivo e una prima verifica nell'attuazione del programma di privatizzazioni previsto dalla legge n. 359 del 1992. Perché quel programma possa effettivamente concorrere, come è nelle attese, a migliorare le scelte e il grado di efficienza del sistema produttivo, privato e pubblico, è necessario dare vita ad assetti proprietari a un tempo stabili e aperti al ricambio, sottoposti al vaglio effettivo di investitori dotati degli strumenti e delle capacità per svolgere tale ruolo.

Le banche non dovranno fungere da azionisti di ultima istanza né trasformare in azioni il debito delle imprese prive di prospettive di reddito. Anziché ripristinare interventi temporanei di sussidio, praticati in passato, per le imprese in difficoltà ma risanabili sarebbe opportuno introdurre un trattamento fiscale differenziato, finalizzato al risanamento.

Quasi in guisa di un investimento compiuto dal fisco, potrebbero essere introdotte, come un aspetto permanente della legislazione, sospensioni di imposta per operazioni di ristrutturazione del debito, connesse con piani di riorganizzazione produttiva. I piani dovranno essere concordati tra l'impresa e i finanziatori, nell'ambito di una procedura di risanamento chiaramente definita. Nella stessa linea potrà essere necessario riconsiderare anche le procedure concorsuali esistenti, per superare i limiti che esse hanno mostrato nella capacità di salvaguardare i valori ancora vivi dell'impresa.

### ***Rischi e redditività del sistema bancario***

Il problema della fragilità finanziaria è divenuto in sede internazionale oggetto di più attente ed estese riflessioni, sollecitate dai gravi fenomeni di instabilità, occorsi negli anni recenti in diversi paesi. Premuti dal rallentamento ciclico, in un contesto di tassi di interesse elevati, ampi comparti del sistema creditizio negli Stati Uniti, in Giappone e nei paesi scandinavi hanno incontrato difficoltà che si sono talora tradotte in oneri cospicui per i bilanci pubblici.

Studi ed esperienze relativi ai paesi della Comunità europea confermano che l'insolvenza dei clienti affidati rimane la causa principale delle difficoltà delle banche. I rischi di mercato hanno però innescato situazioni critiche, soprattutto tra gli intermediari di minore dimensione privi di una organizzazione adeguata.

Nel complesso, il sistema finanziario italiano è rimasto indenne dai fenomeni di instabilità che hanno colpito altri paesi. I casi di insolvenza di

operatori in titoli sono stati di entità circoscritta. Sono stati creati nuovi mercati che hanno contribuito alla stabilità del sistema; sono stati anche istituiti meccanismi di garanzia dell'esecuzione dei contratti che assicurano la fluidità degli scambi.

Le banche, nonostante la forte espansione dei prestiti, hanno conseguito un grado di capitalizzazione che risulta superiore alla media nel confronto internazionale; le loro operazioni "fuori bilancio" sono in prevalenza connesse con la tradizionale attività di impiego; l'articolazione per scadenze e per forme tecniche degli attivi e dei passivi risulta relativamente al riparo da oscillazioni dei tassi di interesse e dei cambi.

Nuovi impegni attendono il nostro sistema bancario. La ristrutturazione delle imprese pubbliche interesserà le relazioni di credito con le banche. La disciplina comunitaria dei grandi fidi imporrà di riconsiderare i rapporti con i maggiori prenditori pubblici e privati. Secondo gli schemi sviluppati nelle sedi internazionali e lungo l'esperienza già maturata con i coefficienti di solvibilità, i controlli prudenziali verranno estesi a ulteriori aspetti del rischio. La crescente complessità del far banca, che segue alla despecializzazione, richiede che le aziende rafforzino la capacità di utilizzare gli strumenti e le informazioni disponibili, per la valutazione dei rischi di mercato, della solvibilità degli affidati, per la gestione dei flussi finanziari.

Dall'entrata in vigore della legge sulla ristrutturazione delle banche pubbliche sono state perfezionate 67 operazioni di fusione o assorbimento, che hanno portato a una riduzione di 75 unità nel numero degli enti creditizi. Lo stimolo della concorrenza induce gli organismi più deboli, non in grado di competere sul mercato, a ricercare nuove vie, unendosi a quelli più forti.

La selezione può irrobustire il sistema. L'accrescimento della dimensione delle istituzioni più valide va ricercato soprattutto attraverso le concentrazioni. Un'analogia tendenza verso assetti più razionali è percepibile nel settore dell'intermediazione mobiliare, dove i costi operativi rendono ardua, nonostante le prospettive di crescita del volume degli affari, la permanenza sul mercato di tutti gli oltre 200 operatori.

Questi processi vengono seguiti dalla Banca d'Italia anche nell'adempimento dei compiti che le sono stati affidati dalla legge di tutela della concorrenza. Gli interventi, descritti nel testo della Relazione, si sono avvalsi di proficui rapporti istituzionali con l'Autorità garante e con gli organi della Comunità europea.

Nel costo della raccolta possono essere conseguite economie, accentuando la differenziazione dei rendimenti a seconda della funzione,

transattiva o di riserva di valore, dei depositi. Nel confronto internazionale l'Italia spicca per l'elevato importo unitario e per l'ingente ammontare complessivo dei conti correnti. Un efficiente mercato secondario dei certificati di deposito potrà contribuire a dare più flessibilità al costo della raccolta. Per i servizi, oltre alla corretta tariffazione, si pongono problemi di miglioramento della qualità, contenimento dei costi, sviluppo di politiche commerciali appropriate. Anche il buon esito dell'ampliamento territoriale in atto resta condizionato dalla capacità delle banche di arricchire la gamma dei servizi per la clientela. Agli oneri diretti e indiretti per il personale è destinata una quota del margine di intermediazione più elevata rispetto ai sistemi bancari di altri importanti paesi. Alcuni contenuti dei contratti collettivi, la pluralità dei contratti alimentano la rincorsa salariale, limitano l'operare degli incentivi, ostacolano la mobilità.

Il processo di cambiamento potrà trarre giovamento da una più equilibrata combinazione di concorrenza e cooperazione. Lo sviluppo di quest'ultima in aree quali la formazione del personale, i contratti collettivi, la standardizzazione delle procedure e dei prodotti non limita l'operare della concorrenza; anzi, agendo sulla definizione delle regole di mercato e sulla diffusione delle informazioni, fa più rapidamente avanzare il sistema nell'efficienza. Nuove configurazioni di bilancio, di costi di produzione e di prezzi, il corretto operare della concorrenza miglioreranno il servizio per la clientela e ridurranno il costo del credito per le imprese.

### ***Signori Partecipanti,***

le economie dei paesi industriali non stanno utilizzando appieno le risorse di cui dispongono: ne soffrono l'occupazione e lo sviluppo. Sollecitata anche dal rallentamento ciclico, è in atto una vasta ristrutturazione dell'organizzazione produttiva; insieme con essa, anche se lenta e graduale, una riallocazione della produzione a livello mondiale. Si configura sempre più evidente la possibilità di produrre beni, anche di media tecnologia, in paesi e aree dove il costo della manodopera è una frazione di quello delle economie sviluppate.

Nello scorcio degli anni ottanta le carenze, in molti paesi, delle politiche di bilancio e dei redditi hanno fatto ricadere sul governo della moneta un compito difficile e talora contraddittorio. Ciò ha inciso negativamente sul ciclo economico; si è tradotto in squilibri delle bilance dei pagamenti, movimenti speculativi di fondi e tensioni nei cambi; ha

lasciato in eredità una struttura di tassi di interesse reali a lunga scadenza elevati, eccedenti la crescita attuale e prospettica delle economie.

L'economia italiana, fortemente integrata in quella europea e in quella mondiale, risente della debolezza della congiuntura internazionale, della caduta degli investimenti, della crisi del Sistema monetario europeo. Rimane contrassegnata da problemi specifici costituiti dalla dimensione del disavanzo e del debito, dalla insoddisfacente qualità e funzionalità della spesa pubblica, dalle carenze nei servizi.

Quest'anno la crescita non sarà in Italia superiore a quella, già modesta, del 1992; il buon andamento delle esportazioni potrà risollevare la congiuntura nell'ultima parte dell'anno, migliorando le prospettive per il 1994.

È necessario che l'aumento di competitività connesso con il deprezzamento del cambio non venga annullato dall'inflazione.

Il ritmo annuo di crescita dei prezzi al consumo è sceso al 4 per cento, il valore più basso dell'ultimo quarto di secolo. Vi hanno contribuito la debolezza della domanda interna e internazionale, la politica monetaria non permissiva, soprattutto la moderazione dei costi del lavoro.

Evitare il riaccendersi dell'inflazione è obiettivo primario della Banca centrale, a fianco delle politiche di bilancio e dei redditi affidate al Governo e alle parti sociali.

Con il bilancio del 1993 è stata avviata una correzione fondamentale della finanza pubblica, nei settori della previdenza, della sanità, della finanza locale e del pubblico impiego. Si dovranno cogliere gli obiettivi quantitativi colà definiti.

Il risanamento del bilancio va proseguito, nel 1994 e negli anni successivi. I provvedimenti che il Governo si accinge a prendere sono, per una parte, compensativi delle tendenze che portano a un aumento del fabbisogno, insite nella spesa e nelle entrate e connesse con la legislazione vigente. Nella loro entità complessiva i provvedimenti dovranno ridurre in valore assoluto i disavanzi, al fine di invertire, nel triennio, la tendenza crescente del rapporto tra debito pubblico e reddito nazionale.

In assenza di questa prospettiva i tassi di interesse, che abbiamo ricondotto con difficoltà a valori meno anomali, tenderebbero a risalire. Verrebbe compromessa la sequenza virtuosa: prezzi stabili, esportazioni, investimenti, occupazione.

Forme di corruzione diffusa nei rapporti tra imprese e sfera pubblica hanno gonfiato la spesa, lesò il buon funzionamento del mercato, ostacolato la selezione dei fornitori e dei prodotti migliori. L'entità di questa

tassazione impropria, che da ultimo ricade sui cittadini, la conseguente distorsione nell'allocazione delle risorse si stanno rivelando di una gravità che sgomenta.

La rimozione di queste pratiche può avere un immediato effetto di freno sull'attività economica. Ma ne beneficeranno, rapidamente, il mercato, lo sviluppo, la valorizzazione delle risorse che la nostra economia possiede.

Un processo decisionale reso più efficiente dai nuovi assetti politico-istituzionali che la società ha chiesto, nuove forme di rappresentanza dei cittadini nel Parlamento e nelle comunità locali daranno un contributo determinante al controllo quantitativo della spesa, alla sua trasparenza, al suo miglioramento qualitativo, alla razionalizzazione delle entrate di bilancio.

Il contenimento dei costi, la flessibilità di impiego, la disponibilità e produttività del lavoro, la più partecipata identificazione del lavoro dipendente nel fine dello sviluppo, non solo a livello macroeconomico, ma anche di settore e di impresa, devono unirsi alla ritrovata fiducia e alla rinnovata capacità degli imprenditori. La crescita della produzione e dei posti di lavoro si fonda sugli investimenti, in primo luogo delle imprese. Spetta allo Stato e all'Amministrazione pubblica fornire servizi funzionali e promuovere, in condizioni di economicità, investimenti in infrastrutture e in dotazione di capitale pubblico che non necessariamente debbono far capo, sul piano giuridico e sul piano finanziario, al bilancio.

Tutto ciò è essenziale per far uscire la nostra economia dal circuito involutivo costituito da bassa produzione, caduta degli investimenti, consumi stagnanti, disoccupazione; le consentirà di inserirsi pienamente nella ripresa internazionale. La ristrutturazione in atto in tutte le maggiori economie aumenta la produttività, pone le basi di una crescita stabile.

L'assetto monetario internazionale, nel quale i capitali si muovono con intensità sconosciuta fino a pochi anni addietro, pone problemi nuovi. Essi possono essere affrontati solo attraverso la cooperazione internazionale.

In Europa ha preso avvio da quest'anno il mercato unico; su questa base vanno costruiti più solidi rapporti di cambio nel Sistema monetario europeo. Sin dal prossimo Consiglio dei Capi di Stato e di Governo, in giugno a Copenhagen, verranno considerate iniziative volte a promuovere la ripresa dell'attività economica e dell'occupazione nella Comunità. L'obiettivo dello sviluppo e del benessere delle nazioni che ne fanno parte costituisce il fine ultimo, la ragion d'essere, della collaborazione e dell'integrazione, secondo lo spirito originario del Trattato di Roma.

La riduzione non inflazionistica dei tassi di interesse reali, lo sviluppo delle economie richiedono un efficace coordinamento delle politiche economiche anche in sede più ampia, fra tutti i più importanti paesi industriali, e un'ulteriore spinta alla liberalizzazione dei commerci.

Conscia della portata, ma anche dei limiti, della sua azione, del contesto nazionale e internazionale in cui essa si svolge, la Banca d'Italia continuerà nella sua opera di regolazione del credito, della moneta, dei tassi di interesse. Promuoverà l'efficienza e l'articolazione dei mercati finanziari a vantaggio delle imprese. Continuerà nell'opera di ammodernamento e di apertura internazionale del sistema bancario, secondo l'indirizzo avviato e guidato con grande decisione dal Governatore Ciampi.

Faccio mia una espressione a lui cara: "sta in noi". Imprenditori, banchieri, lavoro organizzato, ognuno nel rispetto del proprio ruolo e in piena autonomia, sono tutti chiamati a contribuire, per la parte che a ciascuno compete, al progresso economico e civile della società.

Consapevoli dell'ampiezza e gravità dei problemi che abbiamo di fronte, ma anche della forza di fondo della nostra economia, dell'efficienza dell'Istituto che ho l'onore di dirigere, della motivazione civile e della professionalità delle persone che vi lavorano, adempiremo con spirito di servizio le funzioni che ci sono affidate.