

BANCA D'ITALIA

**ASSEMBLEA
GENERALE ORDINARIA
DEI PARTECIPANTI**

TENUTA IN ROMA IL GIORNO 31 MAGGIO 1995

**ANNO 1994
CENTOUNESIMO ESERCIZIO**



CONSIDERAZIONI FINALI

BANCA D'ITALIA

**ASSEMBLEA
GENERALE ORDINARIA
DEI PARTECIPANTI**

TENUTA IN ROMA IL GIORNO 31 MAGGIO 1995

ANNO 1994
CENTOUNESIMO ESERCIZIO

CONSIDERAZIONI FINALI

Signori Partecipanti,

l'anno trascorso ha visto la Banca impegnata, come in passato, nei compiti istituzionali di regolazione dei flussi monetari e di vigilanza sul sistema creditizio, dei quali ampio resoconto viene dato nel corpo della Relazione, oltre che nei doveri della gestione aziendale.

A tutte le attività ha dato un apporto generoso, intelligente e fattivo il personale, nell'Amministrazione centrale e nelle Filiali. Dell'intera compagine viene attentamente curata la formazione professionale.

Rilievo crescente assumono la presenza e la rappresentanza della Banca negli organismi internazionali. Si è fatta più intensa l'attività svolta nell'ambito del Gruppo dei Sette e del Gruppo dei Dieci maggiori paesi industriali. Con riferimento alle nuove problematiche che si configurano nei mercati finanziari internazionali, particolarmente significativa è divenuta l'attività, svolta sotto presidenza italiana, del Comitato di Basilea per la Vigilanza bancaria.

Si è ampliato e consolidato l'impegno nell'Istituto monetario europeo.

Partecipe dell'azione con la quale i poteri dello Stato contrastano i fenomeni di criminalità organizzata a cui anche l'economia e il sistema bancario e finanziario sono esposti, la Banca si adopera per prevenire comportamenti illeciti, in particolare il riciclaggio e l'usura.

Sono operative le otto nuove Province istituite di recente. In relazione alle funzioni svolte, consideriamo fondamentale una presenza della Banca sull'intero territorio nazionale, al fine di assicurare a livello locale servizi adeguati alle necessità dell'utenza; esaminiamo al tempo stesso la possibilità di definire assetti che assicurino la funzionalità rispondendo a criteri di economicità.

Con la creazione del nuovo polo nella zona Sud-Est della Capitale, si è avviata la riorganizzazione degli uffici in Roma.

È stata completata la revisione della struttura del bilancio, allineandola anche sotto il profilo formale alla normativa comunitaria. Il livello di informazione, i principi di redazione e i criteri di valutazione, da tempo adottati, rispondono all'importanza che il nostro Istituto attribuisce alla correttezza e alla trasparenza del suo operato.

Viene dato impulso alla programmazione della spesa, al fine di accentuarne la coerenza con le strategie aziendali e con le risorse disponibili. Sono state introdotte più articolate e puntuali metodologie di analisi e di controllo dei costi.

Professionalità e motivazione del personale sono componenti essenziali dell'autonomia della Banca e della sua capacità di corrispondere alle attese delle istituzioni e della società civile. Siamo sicuri che tutti i dipendenti continueranno ad applicarsi ai loro compiti con la dedizione di sempre, avendo come punto di riferimento l'interesse del Paese.

Il 18 ottobre 1994 il Consiglio Superiore ha deliberato, in seduta straordinaria, la nomina a Direttore Generale del dottor Vincenzo Desario, già Vice Direttore Generale.

La compagine del Direttorio è stata integrata, il 23 febbraio 1995, con la nomina del dottor Pierluigi Ciocca, Direttore Centrale per la Ricerca economica, a Vice Direttore Generale.

L'economia internazionale

Il mercato globale e i cambi

L'accentuata debolezza della lira, soprattutto tra febbraio e aprile di quest'anno, è stata il riflesso di valutazioni pessimistiche, da parte di operatori italiani ed esteri, circa lo stato e le prospettive della nostra economia e, più specificamente, della finanza pubblica. I movimenti della lira sono avvenuti nel contesto di turbolenze nei rapporti di cambio tra le principali monete, di entità e intensità eccezionali nell'esperienza degli ultimi decenni.

Nei primi mesi di quest'anno, rispetto al dicembre del 1994, lo yen è giunto ad apprezzarsi, in termini di cambio effettivo, fino a un massimo del 19 per cento; il marco tedesco fino al 7; il deprezzamento del dollaro ha toccato il 10 per cento. Le altre principali monete hanno registrato variazioni intermedie tra lo yen e il dollaro; la lira si era deprezzata alla metà di marzo del 15 per cento.

I disordini nei cambi si sono accompagnati a forti oscillazioni dei corsi dei titoli.

Durante gli ultimi anni e con più evidenza nel periodo recente, si è andato affermando un mercato dei titoli e dei cambi su scala mondiale. Le informazioni vi circolano con rapidità; sono interpretate secondo schemi semplici; danno luogo a operazioni, su titoli e valute, a pronti e a termine, di ingente ammontare. Tecniche finanziarie nelle quali modesto è l'impiego immediato di disponibilità possono accentuare la varianza degli esiti delle operazioni.

Un mercato siffatto offre alle economie e agli Stati possibilità di finanziamento largamente superiori al passato; è cresciuta nel contempo negli operatori la percezione dei rischi connessi; variazioni rapide delle quotazioni riflettono valutazioni sulla coerenza e l'adeguatezza delle politiche economiche.

Le ampie fluttuazioni dei cambi e dei tassi d'interesse non sono prive di effetti negativi sullo sviluppo dell'economia mondiale.

Nel mercato agiscono soggetti diversi per orizzonte temporale, vincoli operativi e finalità istituzionali. In condizioni di elevata variabilità dei cambi i comportamenti possono uniformarsi, orientandosi verso profitti di breve periodo. Perdono d'interesse i guadagni, moderati ma persistenti nel tempo, che derivano dalla crescita del reddito reale, dalla dotazione di capitale produttivo, dall'impiego del lavoro, variabili sulle quali si fonda il benessere delle nazioni. Si determina allora una concentrazione dei giudizi. Alcune valute assumono la funzione di rifugio; altre possono deprezzarsi in misura anche sconnessa rispetto alle variabili fondamentali dell'economia; ne soffrono i paesi che, come l'Italia, presentano squilibri di non secondaria importanza in alcuni settori.

Gli operatori rispondono a sollecitazioni spesso contingenti e a informazioni talvolta incomplete; attese che recepiscono con ritardo i cambiamenti delle variabili rilevanti possono motivare ampie fluttuazioni; esse si sovrappongono alle tendenze di lungo periodo; possono influenzarne e alterarne il corso.

I mercati sono però capaci di autocorrezione. Tendono nel più lungo andare a emergere i fattori di fondo che regolano i rapporti tra le monete: formazione e impiego del risparmio, prospettive di crescita dell'economia, indirizzo della politica economica. Su questi fattori ci siamo già soffermati a lungo lo scorso anno.

In risposta a una propensione al risparmio superiore al pur elevatissimo tasso d'investimento, che si è tradotta in perduranti avanzi delle partite correnti, la moneta giapponese tra la metà degli anni settanta e oggi ha triplicato il suo valore in termini di cambio effettivo. Alla fine del 1994 la posizione patrimoniale netta del Giappone era attiva per 690 miliardi di dollari, pari al 15 per cento del prodotto. Non si prospetta un'inversione di tendenza.

Il dollaro domina tuttora come moneta di regolamento negli scambi mondiali. In esso è denominata più della metà delle riserve delle banche centrali; le quote del marco e dello yen sono rispettivamente del 16 e del 9 per cento. Il valore del dollaro ha presentato ampie oscillazioni. Fatto pari a 100 il cambio effettivo medio del 1987, il dollaro valeva circa 115 a metà degli anni settanta, 145 a metà degli anni ottanta. Un nuovo, rapido deprezzamento ha avuto luogo nel corso del 1994 e nei primi mesi del 1995. Il cambio effettivo del dollaro è oggi pari all'80 per cento di quello del 1987.

L'economia statunitense è stata prevalentemente in attivo nei confronti dell'estero fino al 1981. In seguito, il risparmio privato non è stato più in grado di coprire gli investimenti e il disavanzo pubblico. Il passivo delle partite correnti si è ampliato nella seconda metà degli anni ottanta, con la forte crescita dell'economia e con l'aumento del deficit di bilancio. Ha raggiunto quasi il 4 per cento del prodotto; il suo finanziamento è stato tuttavia relativamente agevole per la rilevanza del dollaro nella finanza mondiale. La posizione netta sull'estero degli Stati Uniti, divenuta negativa dal 1987, ha superato i 700 miliardi di dollari, l' 11 per cento del prodotto.

Tra la metà degli anni settanta e il 1995 l'indice del cambio effettivo del marco è passato da 68 a 113. Il suo valore è aumentato soprattutto nella seconda metà degli anni ottanta, periodo nel quale la posizione creditoria della Repubblica federale tedesca nei confronti dell'estero è aumentata da 54 a 360 miliardi di dollari, raggugliandosi nel 1990 al 21 per cento del prodotto. Il saldo annuo di parte corrente della bilancia dei pagamenti è divenuto negativo in seguito alla riunificazione della Germania, in misura pari a circa l'1 per cento del prodotto; la tendenza alla rivalutazione del marco si è fatta più moderata. La politica monetaria, col dichiarato intento di contenere l'inflazione, ha mantenuto tassi d'interesse a breve termine relativamente elevati. Ne sono derivati afflussi considerevoli di capitali, incoraggiati dalle aspettative di sviluppo non inflazionistico dell'economia e dalla fiducia riposta dagli investitori internazionali in quel sistema.

L'apprezzamento delle monete delle economie che godono di una posizione creditoria sull'estero, se da un lato incide negativamente sulla loro competitività, dall'altro ne aumenta le possibilità di controllo su attività economiche in altri paesi; risulta anche particolarmente potenziato il ruolo di prestito delle banche e quello dei mercati finanziari.

La disponibilità di risparmio concorre a determinare, nel lungo periodo, le possibilità d'investimento, quindi lo sviluppo dell'economia e il mantenimento di una posizione equilibrata e competitiva.

L'allocazione del risparmio all'interno di ogni paese può essere distorta e distolta dagli investimenti a causa dell'eccessivo peso del settore pubblico e dell'elevatezza del debito, anche privato.

In economie relativamente aperte le variazioni del valore esterno della moneta tendono a retroagire sul potere di acquisto della moneta all'interno.

L'azione della banca centrale nel controllo dell'inflazione incontra ostacoli nella dimensione della spesa, del disavanzo e del debito dello Stato. La restrizione si concentra sul settore privato dell'economia; l'impatto su attività economica, investimenti, occupazione è tanto minore quanto più l'andamento dei costi, in primo luogo quello del lavoro, è orientato alla stabilità.

Nella comparazione internazionale, l'Italia è caratterizzata da livelli del disavanzo e del debito pubblico particolarmente elevati, ma anche da un'alta propensione al risparmio delle famiglie. Nel corso del 1993 e del 1994, dopo l'uscita della lira dagli Accordi europei di cambio e l'avvio del risanamento della finanza pubblica, si è formato un considerevole attivo nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Il debito netto del Paese verso l'estero è disceso, alla fine del 1994, a 72 miliardi di dollari, pari al 7,2 per cento del prodotto. La restrizione monetaria non ha frenato la produzione, grazie soprattutto all'andamento dei costi del lavoro.

I tassi d'interesse

Fabbisogni e debiti del settore pubblico che restano elevati; il timore diffuso nei mercati di una carenza di risparmio nell'economia mondiale, segnatamente in importanti paesi; la percezione da parte degli operatori di difficoltà nel coordinamento internazionale delle politiche economiche, nel contesto di un mercato mondiale dei titoli e dei cambi unico e particolarmente reattivo, sono all'origine della variabilità e dell'elevato livello dei tassi d'interesse durante l'ultimo decennio.

In Giappone i tassi d'interesse nominali hanno costantemente presentato i valori più bassi nel confronto tra paesi. Negli Stati Uniti essi beneficiano dello *status* del dollaro quale principale moneta internazionale. Nel 1994 l'azione di politica monetaria degli Stati Uniti, dichiaratamente volta al conseguimento di obiettivi interni, si è ripercossa sui tassi d'interesse degli altri paesi, innescando un generale movimento al rialzo. L'aumento si è prodotto nonostante prezzi più stabili rispetto al passato e, in Europa, un'ampia disoccupazione di risorse produttive.

Alla metà del 1992 i rendimenti dei *federal funds* erano scesi al 3 per cento, da valori superiori all'8 due anni prima. La tendenza alla diminuzione è stata invertita all'inizio del 1994; attraverso aumenti successivi la Riserva federale li ha portati sino al 6 per cento nel febbraio di quest'anno.

I tassi a lungo termine si sono mossi in parallelo, seguendo i movimenti di quelli a breve. I rendimenti dei titoli pubblici a media e a lunga scadenza in tutti i principali mercati finanziari, incluso quello italiano, sono saliti in sincronia con i rendimenti dei titoli stilati in dollari. L'aumento, nel corso del 1994, è stato di circa 2 punti percentuali nella media dei paesi del Gruppo dei Sette.

Nella prima metà del 1994, le banche centrali europee si erano mosse in controtendenza, diminuendo il costo del denaro per non ostacolare una ripresa non ancora consolidata. Ma alla riduzione dei tassi a breve non è corrisposta una discesa di quelli a lungo termine. La curva dei rendimenti secondo la scadenza, piatta e in alcuni casi discendente nel 1993, ha assunto ovunque, nel 1994, una configurazione rapidamente ascendente. I settori che si avvalgono del credito a breve termine hanno comunque beneficiato della flessione del costo del denaro, proseguita nella prima metà dell'anno anche in Italia.

Alla base di questi andamenti si ritrovano ingenti movimenti di capitali che, alimentati dal basso costo del finanziamento in dollari, si erano riversati già nel 1992, e soprattutto nel 1993, sui mercati, spessi e liquidi, dei titoli pubblici dei maggiori paesi europei. Il repentino e cospicuo smobilizzo di titoli, che si è verificato all'inizio del 1994, ha prodotto la flessione generalizzata dei corsi. Sul mercato giapponese, pure interessato da movimenti analoghi a quelli osservati in Europa, i rendimenti nominali si sono mantenuti su livelli sensibilmente più bassi rispetto ai mercati statunitense ed europeo; la differenza è minore nei tassi reali.

È continuata, anche nell'ultimo anno, l'offerta di dollari connessa al disavanzo della bilancia dei pagamenti correnti degli Stati Uniti. Nel triennio 1992-94 le attività in dollari di non residenti, presso il sistema bancario statunitense, si sono accresciute di 200 miliardi. Si sono ridotte, nonostante l'esportazione di capitali non bancari, le passività sull'estero del sistema bancario giapponese, in relazione al persistente surplus di parte corrente.

Nei primi mesi del 1995 l'offerta di dollari e la domanda di marchi e di yen si sono accentuate riflettendo spostamenti notevoli nella composizione dei portafogli. Nel movimento verso le valute rifugio sono state attratte disponibilità in sterline, lire, dollari canadesi, corone svedesi.

In alcune fasi, interventi operati sui mercati valutari, per ammontari cospicui, da parte delle banche centrali hanno solo limitato i movimenti più erratici dei cambi. La dimensione dei flussi è stata corretta parzialmente dalla diminuzione dei tassi ufficiali in Germania e in Giappone.

La congiuntura e le prospettive

Gli andamenti di fondo dei cambi sono confermati al netto delle variazioni dei prezzi. Ne discendono conseguenze di rilievo sulla distribuzione geografica del commercio mondiale e sull'attività produttiva nelle maggiori economie.

Tra il 1991 e il 1994 la quota degli Stati Uniti sulle esportazioni di manufatti dei paesi industriali, valutata a prezzi costanti, è salita dal 16,5 al 17,9 per cento; quelle della Germania e del Giappone sono diminuite dal 19,1 al 17,6 e dal 14,6 al 12,7, rispettivamente. La quota dell'Italia, scesa di 1,5 punti percentuali tra il 1985 e il 1991, ha segnato un recupero dal 7,8 all'8,5 per cento. Tuttavia, gli squilibri esterni dei maggiori paesi non sono stati corretti, a causa degli andamenti divergenti della domanda interna e di conseguenza delle quantità importate.

Per l'economia mondiale i risultati dell'anno trascorso sono stati favorevoli. Gli scambi di merci, che nel 1993 erano aumentati in volume del 3,8 per cento, nel 1994, in virtù della prolungata espansione negli Stati Uniti e della ripresa in Europa, sono cresciuti del 9,4 per cento. Al risultato, il migliore da quasi venti anni, ha ancora contribuito il notevole incremento delle esportazioni dei paesi in via di sviluppo.

Con il favore di costi unitari del lavoro decrescenti, l'inflazione è scesa nei paesi industriali al di sotto del 2,5 per cento, nonostante l'impennata dei prezzi delle materie prime, sensibili alla congiuntura.

La crescita del reddito è stata del 3 per cento nei paesi industriali, del 6 nelle aree in via di sviluppo. L'intensificazione degli scambi con le economie più avanzate ha contribuito al miglioramento della situazione nei paesi dell'Europa centrale e orientale; in quelli già parte dell'Unione Sovietica l'evoluzione resta negativa a causa anche delle perduranti incertezze organizzative e istituzionali.

Negli ultimi tre anni l'economia statunitense, sostenuta dagli investimenti in forte espansione e dalle esportazioni, è cresciuta di quasi il 10 per cento. Nell'Unione europea, dove gli investimenti hanno subito una flessione fino a tutto il 1993, il prodotto si è incrementato nello stesso periodo solo del 3 per cento; nel 1994 la ripresa si è comunque rafforzata, sostenuta dalla domanda interna.

Tra i grandi paesi industriali, il Giappone ha segnato risultati inferiori alle attese, non contribuendo in tal modo alla crescita mondiale e al riequilibrio nella struttura degli scambi. Negli Stati Uniti l'espansione ha accresciuto il disavanzo commerciale.

In assenza di politiche che incidano direttamente, all'interno di ogni paese, sull'offerta e sulla domanda di risparmio, i movimenti dei cambi non sono sufficienti a correggere gli squilibri esterni.

Le previsioni internazionali indicano per il 1995 la prosecuzione del buon andamento dell'attività economica nei paesi industriali; al rallentamento negli Stati Uniti corrisponderebbe una crescita, lungo le tendenze già in atto, in Europa. Il commercio mondiale mostrerebbe solo una lieve decelerazione rispetto al 1994. L'inflazione rimarrebbe su valori contenuti.

Ma sussistono motivi di preoccupazione. Tassi d'interesse alti in termini reali, e instabili, ostacolano il protrarsi dell'espansione. I rapporti attuali di cambio potranno condurre a una ulteriore redistribuzione del commercio internazionale; ne deriverebbe un sostegno all'attività negli Stati Uniti, ma anche un effetto di freno sulla ripresa in Germania e in Giappone. Permarrebbero gli squilibri nelle partite correnti tra le principali aree, causa di fondo delle turbolenze sui mercati dei titoli e delle monete. Ne risulterebbero negativamente influenzate le prospettive di crescita dell'economia mondiale, con la conseguenza di rallentare il riassorbimento della disoccupazione, che in Europa resta ai massimi storici dal dopoguerra.

Problemi della cooperazione internazionale

Nell'attuale configurazione del sistema monetario internazionale l'attività finanziaria si distribuisce su una pluralità di aree, valute, strumenti, fuori della competenza dei singoli Stati; la regolazione dei flussi di credito e moneta diviene problematica, incontra seri limiti. Possono generarsi impulsi destabilizzanti che investono in prima istanza i paesi emergenti.

Per le economie di questi paesi sorgono dubbi sull'opportunità, ai fini del finanziamento dello sviluppo, di ingenti afflussi di capitali a breve termine; una loro rapida fuoriuscita al mutare delle condizioni può porre in pericolo la stabilità non solo di singoli intermediari, ma di interi sistemi economici. Per effetto dei crescenti rapporti con le economie più sviluppate, possono esserne interessati i mercati finanziari e le monete anche di queste ultime.

Pur faticosamente, si fa strada una rinnovata volontà di affrontare i problemi con azioni concrete, all'interno dei singoli paesi e attraverso la cooperazione internazionale.

Elemento essenziale di una cooperazione duratura ed efficace sono politiche volte in ogni paese, in particolare in quelli più importanti, a prevenire e a sanare gli squilibri che possono pregiudicare la crescita non inflazionistica dell'economia.

La compatibilità fra risparmio e investimento va ricercata, in primo luogo, attraverso le politiche di bilancio. Concorde è la valutazione, in sede internazionale, circa l'esigenza di una ulteriore riduzione, nel medio termine, del disavanzo pubblico degli Stati Uniti. Al fine di evitare un rallentamento dell'economia mondiale, a essa deve corrispondere, in Giappone, un'espansione produttiva incentrata sulla domanda interna, necessariamente promossa dal settore pubblico, secondo gli impegni che sono stati ribaditi dal governo giapponese.

Debbono essere intensificati gli sforzi per ricostituire in Europa un'area di stabilità monetaria: condizione essenziale è una maggiore convergenza fra le economie dei paesi membri dell'Unione, in particolare nel risanamento delle finanze pubbliche, anche per favorire la riduzione dei tassi d'interesse. L'ordine monetario in Europa potrà dare un apporto anche alla stabilità delle relazioni monetarie e finanziarie nel mondo. Un contributo alla prevenzione dei rischi d'instabilità nei paesi emergenti può provenire dalle istituzioni internazionali, dall'attività di sorveglianza del Fondo monetario.

La cooperazione fra le banche centrali si va intensificando nei campi della vigilanza bancaria, della supervisione dei mercati finanziari, dei sistemi di pagamento. Si manifesta nel sistema monetario internazionale un'evoluzione simile a quella che nel secolo scorso dovettero fronteggiare i singoli paesi al loro interno, con l'affermarsi e il differenziarsi delle istituzioni e dei mercati finanziari. Quegli sviluppi, altamente positivi, furono però anche causa di crisi e d'instabilità finanziaria; essi furono fronteggiati con legislazioni specifiche e attraverso l'emergere del ruolo delle banche centrali. In campo internazionale sempre più necessario appare uno stretto coordinamento tra le banche centrali dei principali paesi, che permetta di prevenire rischi d'instabilità non solo di singoli intermediari, ma anche di interi sistemi monetari e finanziari.

L'economia italiana

La bilancia dei pagamenti e il cambio

Nel 1994 l'Italia ha venduto all'estero merci per 305.000 miliardi, il 15 per cento in più dell'anno precedente; ne ha acquistate per 248.000 miliardi, il 16 per cento in più rispetto al 1993; il saldo attivo è aumentato da 52.000 a 57.000 miliardi. Gli scambi di servizi sono tornati in avanzo. I pagamenti

netti per interessi a non residenti, stazionari nel 1993, sono diminuiti per la prima volta dopo sette anni, portandosi a 24.700 miliardi.

Il saldo attivo della bilancia dei pagamenti correnti, di 25.000 miliardi, si raffronta con quello di 18.000 del 1993 e con disavanzi di rilevante entità negli anni precedenti. Il recupero, nell'ultimo biennio, di un saldo positivo nei conti con l'estero è connesso con la debolezza relativa della domanda interna e con la migliorata competitività di costo e di prezzo dei nostri prodotti.

Alla fine del 1994 il Paese risultava debitore nei confronti dell'estero, al netto dei crediti, per 118.000 miliardi, pari a poco più del 7 per cento del prodotto interno lordo. Il debito netto era prossimo all'11 per cento del prodotto ancora nel 1992. Il permanere di consistenti attivi di bilancia corrente porterebbe all'annullamento del debito in pochi anni. Le proiezioni di medio termine elaborate dal Fondo monetario internazionale mostrano che fra i sette maggiori paesi industriali solo il Giappone, oltre all'Italia, manterrebbe una bilancia corrente in forte attivo nel prossimo quinquennio.

Nonostante il miglioramento della posizione patrimoniale complessiva, è continuato il deterioramento del tasso di cambio della lira. Nel corso del 1994, in un contesto nel quale il dollaro si deprezzava del 10 per cento nei confronti del marco, la lira perdeva rispetto alla moneta tedesca il 6 per cento del suo valore. Il deprezzamento si è fortemente accentuato nei primi mesi del 1995.

L'andamento delle partite correnti è risultato dominato da quello dei movimenti di capitale, in particolare per investimenti di portafoglio. L'offerta di valuta estera contro lire è stata superata dalla domanda.

Nell'anno 1993 erano entrati in Italia, sotto forma di investimenti di portafoglio, soprattutto in titoli pubblici, capitali esteri per 103.000 miliardi, solo in parte coperti con finanziamenti in lire; essi avevano fortemente alimentato l'offerta di valuta sul nostro mercato dei cambi. L'afflusso era continuato nei primi due mesi del 1994. Da allora, fino al marzo scorso, si sono registrati disinvestimenti netti di titoli italiani detenuti da operatori esteri, con la sola eccezione degli ultimi due mesi del 1994. La pressione sul cambio della lira esercitata da questi deflussi è stata compensata in misura ampia dai connessi rimborsi di finanziamenti bancari. L'inversione di tendenza negli investimenti dell'estero in titoli italiani si è inserita nel mutamento del quadro finanziario internazionale avviato dalla politica monetaria negli Stati Uniti.

Gli acquisti di titoli esteri da parte di investitori italiani, in atto da tempo come risultato di un processo fisiologico di diversificazione del

portafoglio, si sono intensificati lo scorso anno, dando luogo a uscite per 52.000 miliardi; sono continuati nei primi mesi del 1995, per 5.000 miliardi.

Nel biennio 1993-94 le famiglie hanno notevolmente contribuito ai deflussi di capitale, anche attraverso fondi comuni. Le imprese, direttamente o per mezzo delle banche con cui avevano rapporti di finanziamento in valuta, hanno determinato uscite nette per almeno 60.000 miliardi; hanno investito all'estero una parte dei proventi delle esportazioni.

Si può calcolare che alla fine dello scorso anno una quota prossima al 37 per cento delle attività finanziarie del settore delle imprese, escluse le azioni, fosse costituita da titoli e depositi sull'estero. Nella consistenza dei risparmi finanziari delle famiglie la quota corrispondente si aggira sul 3 per cento.

Nel complesso del 1994 l'avanzo corrente, l'ulteriore indebitamento del settore statale sui mercati esteri, gli acquisti di titoli italiani da parte di non residenti sono stati ampiamente sopravanzati dalla domanda di valuta derivante dalle uscite di capitali.

Lo scorso anno, dopo un iniziale recupero, il cambio della lira era tornato a deprezzarsi da giugno, rapidamente. Nel febbraio e nel marzo di quest'anno la caduta si è fatta precipitosa.

Al deterioramento del cambio si è unito quello dei corsi dei titoli pubblici e delle quotazioni azionarie, nell'estate del 1994 e ancora, fortemente, nei primi mesi del 1995. Il differenziale tra il rendimento dei buoni del Tesoro decennali e quello di analoghi titoli tedeschi, che si era ridotto fino a un minimo di 2,5 punti percentuali nell'aprile del 1994, è salito nello scorso marzo a 6,5 punti.

Le uscite di capitale, pur collegandosi con instabilità di origine internazionale, sono state alimentate da dubbi sulla continuità dell'azione di risanamento delle pubbliche finanze.

Nei mesi più recenti ha rischiato d'innescarsi, in alcuni momenti, una spirale perversa di fuga di capitali, svalutazione del cambio, accelerazione dei prezzi, caduta dei corsi dei titoli. Questo rischio è stato evitato, anche tramite interventi a sostegno della lira, che hanno fermato i movimenti più erratici del cambio. Soprattutto, la prosecuzione dell'azione di risanamento della finanza pubblica, giudizi più ponderati sulla solidità di fondo dell'economia, la restrizione monetaria hanno frenato il deprezzamento della lira e reso possibile un recupero. La discesa del tasso di cambio effettivo, pari al 4 per cento nel corso del 1994, aveva raggiunto a metà marzo, rispetto all'inizio del 1995, il 15 per cento; ieri era del 9 per cento.

La congiuntura, la politica monetaria, i prezzi

L'indebolimento del cambio ha accresciuto, al di là delle attese degli stessi esportatori, la convenienza delle vendite all'estero. Ha introdotto impulsi inflazionistici nell'economia, attraverso i prezzi dei prodotti importati e le aspettative.

Nell'interscambio con l'estero il settore più dinamico è stato quello manifatturiero, le cui esportazioni sono cresciute in quantità nel 1994 dell' 11,5 per cento. Le maggiori opportunità sono state colte dalle imprese che avevano puntato sulla qualità dei prodotti e da quelle che disponevano di ampie capacità produttive. Le esportazioni e l'attivazione della produzione hanno raggiunto livelli elevatissimi, oltre che in molti comparti dei prodotti tradizionali, nei settori degli autoveicoli e dei macchinari; vendite cospicue sono state registrate anche per i prodotti e i materiali di base per l'industria.

La dipendenza della nostra produzione industriale dalla domanda estera è stata sempre elevata. Nell'ultimo biennio questa connessione, anche ciclica, si è fatta più stretta, per la debolezza relativa della domanda interna, da un lato, per la profittabilità delle vendite all'estero, dall'altro.

La quota di fatturato derivante da esportazioni è rimasta nel complesso dell'industria manifatturiera per circa un decennio intorno al 27 per cento. Nel 1993 essa è salita al 31 e nel 1994 al 35 per cento. Gli aumenti di quota sono dovuti per la metà a effettivo incremento della quantità di prodotti esportati.

La domanda interna e il prodotto lordo avevano ricominciato ad accrescersi dal quarto trimestre del 1993. La ripresa è continuata, rafforzandosi, nel 1994. La spinta dall'interno è venuta dagli investimenti in macchine e attrezzature e dai consumi di beni durevoli. La crescita dei consumi complessivi delle famiglie è stata moderata, inferiore a quella del reddito, e si è attenuata nella seconda metà dell'anno. L'aumento degli investimenti in macchine e attrezzature è proseguito per l'intero 1994, raggiungendo in media d'anno il 6,5 per cento. Sono però ancora diminuiti gli investimenti in costruzioni. L'accelerazione della domanda interna ha determinato un rapido aumento delle importazioni.

All'espansione del valore aggiunto nell'economia si è unito un eccezionale incremento della produttività, in particolare nel settore manifatturiero; si è ridotta l'occupazione.

Alla crescita della produttività hanno contribuito condizioni e relazioni industriali favorevoli a un più flessibile impiego del fattore lavoro.

L'irrigidimento di quelle condizioni equivalse, all'inizio degli anni settanta, a una riduzione della capacità produttiva; la maggiore flessibilità permette ora di accrescere la produzione anche attraverso un più efficiente utilizzo degli impianti.

Il rapido aumento della produzione, la persistente espansione della domanda dall'interno e dall'estero rendono manifesti in più settori problemi di adeguatezza della capacità degli impianti e ne sollecitano l'ampliamento.

La politica monetaria aveva con successo contrastato le pressioni inflazionistiche dovute all'impennata dei costi dei beni importati che si era manifestata nella prima metà del 1993. Il buon andamento dei prezzi interni, al quale dava un fondamentale contributo, anche in prospettiva, l'accordo sul costo del lavoro, consentiva una discesa, pur graduale, dei tassi d'interesse, favorendo la ripresa degli investimenti. La diminuzione dei tassi proseguiva nella prima metà del 1994.

Da giugno, mentre la ripresa produttiva appariva sicuramente avviata, la percezione di segni di tensione nei prezzi alla produzione e nelle aspettative d'inflazione ci determinava a razionare la base monetaria; i tassi del mercato monetario si portavano al di sopra di quello sulle anticipazioni a scadenza fissa. In luglio i segni che il processo di riduzione dell'inflazione stava per interrompersi trovavano conferme, anche se non erano ancora pienamente percepiti dai mercati e dall'opinione pubblica.

Giudicammo che le pressioni sui prezzi fossero connesse con la ripresa della domanda interna, con il deterioramento del cambio e con il profilarsi di vincoli all'offerta in alcuni settori.

Alla fine di luglio il Governo presentava il Documento di programmazione economico-finanziaria per il triennio 1995-97, nel quale si prevedeva una correzione di bilancio, di 5.000 miliardi, per lo stesso anno 1994.

Chiamati il 12 agosto in Parlamento a commentare il Documento, facemmo rilevare il rischio di una ripresa dell'inflazione e ribadimmo la necessità di chiari indirizzi di contenimento della domanda interna attraverso la politica di bilancio.

Ritenemmo, l'11 agosto, di procedere a un primo innalzamento, di mezzo punto percentuale, dei tassi ufficiali di sconto e anticipazione.

Dalla metà di maggio e fino a quel momento il rendimento di mercato dei buoni del Tesoro decennali era cresciuto di quasi 2 punti percentuali e il differenziale con i titoli in marchi da 2,6 a 4 punti. Le tensioni sui mercati finanziari internazionali si sommavano a fattori d'incertezza interni. I nostri mercati erano più colpiti di quelli degli altri paesi europei.

L'aumento dei tassi ufficiali frenava, dopo un primo periodo di assestamento, il deterioramento del differenziale d'interesse a lungo termine rispetto agli altri principali mercati. La massa monetaria interna mostrava un deciso rallentamento.

Il progetto di legge finanziaria presentato in settembre prevedeva correzioni alle tendenze di bilancio del 1995, prevalentemente riguardanti le spese, per una parte rilevante quelle previdenziali. La spesa per interessi sui titoli del debito pubblico era peraltro calcolata nell'ipotesi di una consistente e rapida riduzione dei tassi. In dicembre le misure sulle pensioni di anzianità venivano stralciate dalla manovra; se ne rinviava la definizione a una riforma organica della materia da approvare entro la metà del 1995.

L'attesa di misure fiscali e di provvedimenti di riforma del sistema pensionistico, la crescita contenuta dei redditi da lavoro, il continuo aumento del numero di disoccupati frenavano i consumi.

Nell'anno 1994 il totale del credito si è incrementato del 5,5 per cento, meno del reddito nominale. Tra le contropartite, quelle più liquide hanno mostrato un'espansione particolarmente moderata. La moneta è cresciuta del 3,1 per cento.

I prezzi alla produzione avevano mostrato un'accelerazione già a metà del 1994. Un aumento, sebbene più lento, si manifestava col procedere dell'anno anche nel tasso di crescita dei prezzi al consumo e del costo della vita. La variazione di quest'ultimo a distanza di dodici mesi aveva toccato in luglio il valore minimo del 3,6 per cento; in dicembre era risalita al 4,1.

Nel corso del precedente anno 1993 la caduta della domanda interna, il deterioramento del clima di fiducia delle famiglie, l'ampio margine di capacità produttiva inutilizzata avevano indotto le imprese ad assorbire, nei margini di profitto sulle vendite all'interno, l'incremento dei costi dovuto alla svalutazione della lira. I produttori esteri riducevano sensibilmente i loro prezzi in valuta sul nostro mercato. La restrizione monetaria, la stabilità dei costi del lavoro, l'aumento della produttività permettevano di contenere, nel tempo e nella dimensione, quella prima spinta sui prezzi esercitata dal cedimento del cambio e di proseguire nel processo di disinflazione.

Nel 1994 il ritmo d'incremento della domanda interna saliva, fra il primo e il secondo semestre, dal 2,6 al 4,9 per cento in ragione annua. Continuava la crescita dei costi delle materie di base e dei prodotti intermedi, sospinta dal recupero delle quotazioni internazionali dei prodotti primari e alimentata dal deprezzamento della lira. Nel settore della trasformazione industriale l'aumento dei costi subiva un'accelerazione. Si accentuava peraltro la tendenza discendente dei costi unitari del lavoro.

La ripresa della domanda conduceva alla riapertura dei margini fra prezzi di vendita all'interno e costi di produzione delle imprese industriali

italiane. La quota dei profitti nell'industria tornava in prossimità dei livelli raggiunti nel 1988-89, i più elevati dai primi anni settanta; nel settore terziario toccava un massimo storico.

Agli inizi di quest'anno il deterioramento nelle prospettive dei prezzi ci induceva a una ulteriore misura di restrizione delle condizioni monetarie. Il 21 febbraio il tasso di sconto veniva innalzato di 0,75 punti, all'8,25 per cento; quello sulle anticipazioni a scadenza fissa di 1,25 punti, al 9,75 per cento.

Alle difficoltà intervenute nei mercati valutari internazionali si sommano le incertezze sull'iter di approvazione parlamentare della manovra di ulteriore correzione del bilancio pubblico presentata dal Governo. Si determinavano forti pressioni al ribasso sulla lira e sul corso dei titoli pubblici. Queste proseguivano anche dopo l'approvazione della manovra, avvenuta a metà marzo. Veniva ancora razionata la base monetaria offerta al sistema bancario, fortemente indebitato nei confronti della Banca centrale. Il tasso *overnight* saliva fino al 10,50 per cento.

Alla fine di aprile si verificava un allentamento delle tensioni sui mercati. Il miglioramento dei corsi dei titoli a lungo termine, in atto nei principali paesi dall'inizio dell'anno, si estendeva ai titoli pubblici italiani, in relazione alla percezione da parte degli operatori dell'attenuarsi delle tensioni politiche. Vi contribuiva l'annuncio dell'accordo sulle pensioni. Insieme con il miglioramento dei corsi dei titoli si aveva anche un apprezzamento del cambio effettivo della lira.

Dalla metà di maggio tornavano a manifestarsi tensioni nei mercati dei titoli e dei cambi. La crescita della produzione e della domanda interna si confermava sostenuta; il credito al settore privato era di nuovo in aumento dai primi mesi dell'anno. Queste condizioni tendono ad agevolare il trasferimento sui prezzi finali dei più elevati costi derivanti dalla sottovalutazione della lira.

Il 26 maggio la Banca d'Italia ha innalzato i tassi di sconto e di anticipazione di 0,75 punti percentuali. Essi si situano, rispettivamente, al 9 e al 10,50 per cento.

Il dualismo territoriale e l'occupazione

La capacità produttiva del settore manifatturiero è localizzata per circa l'85 per cento nelle regioni settentrionali e centrali. La ripresa, incentrata sulle esportazioni, ha interessato inizialmente e in misura prevalente le regioni più industrializzate. Nel Centro-Nord il tasso di crescita del prodotto

interno si è collocato, nello scorso anno, intorno al 2,5 per cento; nel Mezzogiorno all' 1 per cento.

Nelle regioni meridionali vive oltre il 35 per cento della popolazione; è presente poco più del 30 per cento delle forze di lavoro; si produce il 25 per cento del reddito nazionale. In queste regioni la quota di occupati nell'agricoltura, nelle costruzioni, nel commercio e nella pubblica Amministrazione è più elevata. La diminuzione, per il terzo anno consecutivo, dell'attività nelle costruzioni e la limitata ripresa dei consumi hanno inciso ancora pesantemente sull'occupazione in questa parte del Paese: tra l'inizio del 1994 e l'inizio di quest'anno il numero di persone occupate è diminuito di 225.000 unità, pari al 3,9 per cento. I posti di lavoro perduti appartenevano nella quasi totalità al settore privato. Nella media nazionale, la caduta dell'occupazione è stata dell'1,6 per cento.

Il tasso di disoccupazione nel Centro-Nord è dell'8 per cento, mentre ha raggiunto il 21 per cento nel Mezzogiorno; in quest' area il numero attuale degli occupati è largamente inferiore a quello dell'inizio degli anni ottanta.

Il problema della disoccupazione, pur nella similarità dei valori medi, si presenta in Italia con caratteristiche radicalmente differenti da quelle di altri paesi industriali, dove la struttura economica è geograficamente meno disomogenea, la disoccupazione meno concentrata.

In alcune aree del Centro-Nord, dove più intensa è stata l'attivazione della produzione per le esportazioni e per gli investimenti, si opera in condizioni prossime alla piena occupazione.

Nel Mezzogiorno la già bassissima quota di popolazione presente nel mercato del lavoro, l'elevato numero di persone alla ricerca di una stabile occupazione, la rapidità con cui questi fenomeni si sono aggravati nel corso degli ultimi due anni denunciano una disfunzione del sistema economico e istituzionale. Ne discendono ripercussioni sul piano della vita civile.

È necessario assecondare l'evoluzione del mercato del lavoro verso una maggiore flessibilità delle condizioni contrattuali, nel quadro di un riavvio della politica di sviluppo regionale; dare impulso agli investimenti pubblici a carattere infrastrutturale. Soprattutto, è urgente un salto di qualità nell'operare delle Amministrazioni pubbliche nel Sud.

La ripresa ciclica dell'economia italiana allevierà solo marginalmente la disoccupazione nelle regioni meridionali. Un'espansione dell'attività produttiva e degli investimenti a livello nazionale genera le risorse, crea le condizioni per il riavvio di una politica di sviluppo per questa parte del Paese.

Gli accordi in sede europea impongono la soppressione delle agevolazioni contributive di cui le imprese manifatturiere localizzate nel Mezzogiorno hanno fruito negli ultimi decenni. A esse può e deve subentrare un'efficace e coordinata politica di sviluppo regionale, alla quale l'Unione europea fornisce apporti finanziari per le infrastrutture e per gli investimenti, anche immateriali.

La produttività media per occupato nell'industria meridionale è più bassa del 20 per cento di quella del resto del Paese. A tale divario di competitività si è fatto fronte finora con riduzioni del carico contributivo sul costo del lavoro.

Sono necessarie una struttura delle retribuzioni e modalità d'impiego del lavoro che ne abbassino il costo per unità di prodotto. Esperienze già in atto in importanti centri di produzione hanno conseguito un innalzamento della produttività attraverso una flessibilità nell'impiego del lavoro, che ha permesso un più intenso utilizzo degli impianti.

Esempi di attività imprenditoriale con esiti lusinghieri non sono infrequenti nel Sud. Ci pare di percepire una disponibilità, in presenza di iniziative imprenditoriali affidabili, a considerare con favore nuove forme d'impiego. fatto che la grande maggioranza di coloro che sono alla ricerca di un lavoro non precario sia costituita da giovani rende da un lato urgente, dall'altro possibile, utilizzare quelle nuove forme.

La più bassa produttività della trasformazione industriale nel Mezzogiorno è riconducibile in misura non trascurabile a fattori esterni all'impresa: svantaggi nella localizzazione geografica, inefficienze delle Amministrazioni pubbliche, difetto di infrastrutture di base, produttive e sociali.

La disponibilità di capitale pubblico delle regioni meridionali è inferiore a quella delle regioni più ricche del Paese e a quella rilevabile in media negli altri principali paesi europei, in alcuni casi anche del 50 per cento. Sussistono carenze nei trasporti, nelle reti idriche e dell'energia elettrica, nelle comunicazioni, nelle dotazioni sociali.

Gli investimenti pubblici si sono drasticamente ridotti nel corso degli ultimi anni. Un loro riavvio può offrire un sollievo anche congiunturale. Sono quindi opportune quelle norme che semplificano e snelliscono le procedure di appalto dei lavori pubblici. I necessari criteri di selezione, progettazione e controllo dell'esecuzione dei lavori, ancora in attesa di applicazione, dovranno garantire la correttezza dei comportamenti e la rispondenza delle opere alle esigenze dello sviluppo, contenerne i costi. Gli investimenti non debbono necessariamente pesare sulle sole finanze pubbliche; possono mobilitare risorse private che riconoscano la convenienza economica nella gestione di servizi a tariffa.

La dotazione di infrastrutture e di capitale pubblico costituisce premessa necessaria dello sviluppo economico, anche se non può da sola generarlo. All'intervento straordinario non si è ancora sostituita una coordinata capacità amministrativa e progettuale, soprattutto in ambito regionale e locale.

I fondi comunitari disponibili sono stati utilizzati con ritardo, o sono rimasti del tutto inutilizzati. Solo di recente sono stati compiuti passi per facilitare l'impiego di questi fondi e sono stati varati strumenti di sostegno all'accumulazione privata e per il riequilibrio finanziario delle piccole e medie imprese. Altri passi sono da compiere, sollecitamente. Moltissime opere restano incompiute. Crediti concessi da istituti internazionali stentano a trovare impiego per mancanza di progetti finanziabili.

Il salto di qualità nell'azione politica e amministrativa, che appare ineludibile, eviterà che il problema del Mezzogiorno torni a riaffacciarsi in forme antiche. La mobilità territoriale del lavoro va vista come strumento di flessibilità nell'allocazione efficiente delle risorse, non deve tradursi in una fonte di disagio e di lacerazioni sociali.

Superare il dualismo territoriale è la condizione di uno sviluppo duraturo e sostenibile del Paese. Il problema dell'occupazione produttiva, al quale in gran parte si riduce la questione della crescita e dell'equa distribuzione del reddito nazionale, coincide in Italia con quello dello sviluppo economico e civile delle aree arretrate.

La finanza pubblica

La politica di bilancio per il 1994 tendeva a stabilizzare l'avanzo primario dei conti dello Stato sul livello di 32.000 miliardi. Era stata definita un'azione correttiva concentrata sulle spese, per circa la metà su quelle in conto capitale. Si scontava il perdurare della tendenza alla diminuzione dei tassi d'interesse sia per il 1994 sia per gli anni successivi. Il fabbisogno era fissato in 144.000 miliardi.

Il contenimento della spesa veniva affidato, oltre che alla riduzione degli stanziamenti di bilancio, a interventi volti a razionalizzare le strutture delle Amministrazioni centrali, semplificare le procedure, accrescere l'autonomia degli enti locali, verificare l'efficienza dell'attività degli enti pubblici. Dal lato delle entrate si intendeva non compensare la caduta della pressione fiscale, indotta dal venir meno degli effetti delle misure di natura transitoria adottate negli anni precedenti.

Nonostante i provvedimenti aggiuntivi decisi nel luglio del 1994, i conti dello Stato lo scorso anno si sono chiusi con un fabbisogno finanziario

di oltre 155.000 miliardi. L'avanzo primario è ammontato a 18.000 miliardi, 14.000 in meno dell'obiettivo. Le entrate tributarie sono risultate inferiori alle valutazioni iniziali: la pressione tributaria e contributiva ha subito una riduzione di 2,8 punti percentuali, a fronte dell'1,3 programmato. La spesa in conto capitale è stata inferiore di 12.500 miliardi rispetto agli obiettivi.

Il rallentamento dell'attività delle Amministrazioni e la riduzione apportata negli ultimi anni agli stanziamenti hanno determinato una caduta degli investimenti pubblici, passati, tra il 1991 e il 1994, dal 3,3 al 2,3 per cento del prodotto interno lordo.

Il Documento di programmazione economico-finanziaria per il triennio 1995-97 manteneva l'obiettivo di arrestare entro il 1996 la crescita del peso del debito pubblico sull'economia. Nel 1995, l'avanzo primario per il settore statale avrebbe dovuto innalzarsi al 2 per cento del prodotto; il fabbisogno complessivo avrebbe dovuto essere contenuto entro 139.000 miliardi.

L'impostazione della politica di bilancio per l'anno in corso e per gli anni 1996-97 non rifletteva l'evoluzione dei tassi d'interesse che si andava profilando. Il progressivo miglioramento dell'avanzo primario necessario per raggiungere l'obiettivo era basato su una ulteriore riduzione del rapporto tra spese correnti e prodotto; la pressione fiscale veniva mantenuta invariata rispetto al livello previsto per il 1994.

Nella testimonianza sul Documento resa al Parlamento il 12 agosto dello scorso anno facemmo rilevare la scarsa incisività di alcuni tagli di spesa, la natura temporanea di parte delle misure di entrata e l'incertezza dell'ipotesi attinente alla forte discesa dei tassi d'interesse nella seconda metà dell'anno.

In settembre, l'azione correttiva veniva rafforzata per compensare i maggiori oneri per interessi, calcolati ancora nell'ipotesi di una rapida flessione dei tassi nell'ultima parte dell'anno.

Nell'audizione sulla politica di bilancio per il 1995, tenutasi il 18 ottobre presso le Commissioni riunite Bilancio della Camera dei Deputati e del Senato, osservammo che l'efficacia di alcuni tagli di spesa e di parte degli aumenti di entrata sarebbe dipesa dalle modalità di attuazione dei provvedimenti e rilevammo la sottostima, per una cifra allora valutabile in poco meno dell'1 per cento del prodotto, della spesa prevista per gli interessi.

Nel febbraio scorso, il nuovo Esecutivo ha varato prontamente una serie di misure correttive che ha interessato soprattutto le entrate e in particolare le imposte indirette. Per effetto di questi interventi la pressione fiscale tornerà ad aumentare di circa un punto percentuale.

Il fabbisogno per l'anno sarà ricondotto al 7,4 per cento del prodotto, al di sotto del limite a suo tempo fissato. È di ausilio un'espansione del prodotto, in termini nominali, maggiore di quella originariamente prevista. Le valutazioni relative alla spesa per interessi per il 1995 appaiono realistiche. Il rapporto tra la consistenza del debito pubblico e il prodotto potrà flettere, sia pur di poco.

In base alle anticipazioni rese note ieri dal Governo, la politica di bilancio, avvalendosi degli effetti dei provvedimenti già presi e dello scenario macroeconomico favorevole, mira per il 1996 a obiettivi più ambiziosi di quelli indicati nel Documento di programmazione economico-finanziaria dello scorso anno.

Il fabbisogno verrà contenuto entro 110.000 miliardi, il 5,8 per cento del prodotto. L'avanzo primario, che nel 1995 raggiungerebbe 60.000 miliardi, si innalzerà a 80.000 miliardi, il 4,3 per cento dello stesso aggregato. La realizzazione di questi obiettivi permetterà di incidere in misura sostanziale sul livello dei rendimenti dei titoli pubblici, di ridurre il costo del debito pubblico e di accelerare il ridimensionamento del fabbisogno.

Potrà avviarsi un circolo virtuoso di diminuzione del disavanzo, del peso del debito pubblico e dei tassi d'interesse; verranno liberate risorse per l'espansione degli investimenti produttivi.

Un'azione incisiva sulle finanze pubbliche è altresì necessaria per contrastare il surriscaldamento della nostra economia.

La spesa pubblica complessiva nel 1994 è stata pari al 54,5 per cento del prodotto interno lordo; la media ponderata per tutti i paesi dell'Unione europea è di poco superiore al 50 per cento. Il divario riflette il più elevato livello per l'Italia della spesa per interessi, a sua volta riconducibile alla maggiore consistenza del debito pubblico. La più ampia rilevanza della spesa per pensioni trova compenso nella minore incidenza di altre prestazioni sociali, in particolare di quelle per la disoccupazione.

Il disegno di legge di riforma del sistema pensionistico pubblico introduce, per le pensioni di anzianità, limiti di età anagrafica crescenti nel tempo, ovvero innalza il periodo minimo di contribuzione; crea una più stretta correlazione tra l'ammontare dei contributi e quello delle prestazioni, attraverso l'applicazione, nel calcolo della pensione, del metodo contributivo in luogo di quello retributivo; armonizza il sistema pensionistico dei dipendenti pubblici con quello del settore privato. L'insieme delle misure proposte assicurerà aumenti di entrata, in gran parte contributi che sarebbero altrimenti venuti a cessare, e, nella fase di transizione, risparmi annui di spesa, questi ultimi valutabili nello 0,3 per cento del prodotto interno lordo.

La transizione è troppo graduale. Il sistema a regime continuerà a discostarsi da quelli degli altri principali paesi; in particolare, rimarrà la pos-

sibilità di conseguire trattamenti di pensione in età inferiore; il rapporto tra pensione e salario assicurato dal nuovo sistema permarrà più elevato. In ipotesi di tassi di crescita dell'economia dell'ordine di quelli storicamente realizzati, questo rapporto per i lavoratori dipendenti risulterebbe maggiore di quello che, a regime, sarebbe assicurato dalla legislazione vigente. Non viene posta alcuna limitazione all'entità delle prestazioni erogate.

Dal lato delle entrate tributarie e contributive, va rilevato che la pressione fiscale nel nostro paese è inferiore a quella dei paesi europei dove l'incidenza della spesa sul prodotto è comparabile alla nostra. Il divario non è attribuibile a un minor livello delle aliquote, bensì a un più basso rapporto tra base imponibile e reddito nazionale, riconducibile a varie forme di evasione e di elusione fiscale.

La struttura delle entrate fiscali appare squilibrata anche a causa di un'incidenza eccessiva delle imposte sul reddito delle persone fisiche. Essa è il frutto del drenaggio fiscale prodotto in passato dall'inflazione, corretto solo parzialmente dalle periodiche revisioni apportate alle aliquote e agli scaglioni di reddito.

Insufficiente, in relazione alle aliquote legali, appare il gettito dell'imposta sul valore aggiunto: il più basso tra i paesi europei in rapporto al prodotto. Si valuta che l'evasione dell'IVA possa raggiungere fino a un terzo dell'imposta effettivamente dovuta. Da una serie di indici indiretti, rilevanti appaiono anche l'evasione e l'elusione per i redditi delle imprese individuali e dei lavoratori autonomi. Nel complesso, si può calcolare che le varie forme di elusione e di evasione diano luogo a un vuoto di gettito pari a una quota rilevante dei disavanzi annuali.

L'evasione fiscale genera rendite, distorsioni nella distribuzione del reddito e inefficienze nell'allocazione delle risorse. La dimensione di questo fenomeno è tale da incidere negativamente sul sistema economico nel suo complesso. Una sua sostanziale riduzione appare necessaria e possibile; un risultato significativo può essere conseguito già dal prossimo anno.

La lotta all'evasione fiscale richiede una riorganizzazione dell'Amministrazione finanziaria, lungo le linee già tracciate dagli Esecutivi negli ultimi anni. Il limitato numero dei controlli, la complessità delle procedure di contenzioso, la prassi di condoni fiscali ripetuti ostacolano l'efficacia delle azioni condotte in questa direzione.

L'imposizione sui redditi d'impresa nel nostro paese tende a privilegiare l'indebitamento rispetto al capitale di rischio. Nei casi di corretta applicazione e d'impossibilità di deduzioni e di forme di elusione, essa raggiunge punte eccessive; altera la concorrenza, sfavorendo le imprese italiane rispetto a quelle insediate negli altri paesi dell'Unione europea.

In più occasioni ci siamo soffermati sulla necessità di un riordino globale della tassazione delle attività finanziarie. In regime di libera circolazione dei capitali, le differenze di trattamento determinano distorsioni gravi nell'allocazione del risparmio tra i paesi dell'Unione. La mancanza di adeguati accordi tra le autorità fiscali favorisce l'evasione.

I tentativi di coordinare le normative nazionali non hanno finora prodotto risultati. L'armonizzazione della tassazione dei redditi d'impresa è ancora nella fase di studio.

La concorrenza tra sistemi tende ad abbassare il carico fiscale sui capitali per i quali esistono minori ostacoli e minori costi per la circolazione tra i paesi dell'Unione.

Negli ultimi anni, opportunamente, si è insistito sul contenimento della spesa, sulla qualità e sull'efficacia degli interventi pubblici, sull'efficienza della gestione amministrativa; occorre continuare a operare con decisione in questa direzione. Troppo poca attenzione è stata dedicata agli stessi aspetti sull'altro versante dei bilanci pubblici. L'avvio di azioni concrete dirette ad accrescere, a un tempo, il volume e l'equità distributiva delle entrate, di portata inizialmente anche modesta, è essenziale per un sistema che vuole competere con altre e più avanzate economie, che intende garantire occupazione e migliori condizioni di vita per la generalità dei cittadini.

La ripresa in atto

Nella Relazione dello scorso anno ci soffermammo sull'avvio di una ripresa che, partendo dalle esportazioni, tendeva a estendersi agli investimenti produttivi e alle altre componenti della domanda; paventammo un'espansione eccessiva dei consumi; segnalammo il pericolo di un ritorno dell'inflazione.

Molte di quelle tendenze, positive e negative, hanno trovato conferma negli ultimi dodici mesi. Per i consumi la dinamica è rimasta contenuta. Le importazioni sono di nuovo in aumento, in relazione allo sviluppo della domanda globale.

La formazione di risparmio nel settore privato rimane elevata anche nel confronto internazionale; è in grado di soddisfare le necessità di finanziamento del settore pubblico, oltre che degli investimenti privati. Le partite correnti della bilancia dei pagamenti segnano un considerevole attivo.

A partire dall'estate fattori interni di sfiducia, sovrapponendosi a un'evoluzione internazionale non favorevole, hanno portato a un aumento dei tassi d'interesse e all'indebolimento del cambio.

Quei fattori si sono ripresentati con accentuato vigore all'inizio di quest'anno; hanno interagito con le turbolenze sopravvenute nei mercati finanziari internazionali. Sono stati ancora coinvolti il cambio della lira e i corsi dei titoli italiani.

L'indebolimento del cambio ha generato nuovi impulsi inflazionistici. Essi hanno iniziato a manifestarsi nei prezzi alla produzione. La ripresa della domanda interna ha concorso con la debolezza della lira ad ampliare in misura notevole i margini di profitto delle imprese, sia nel settore industriale sia nei servizi.

L'aumento a distanza di dodici mesi del costo della vita, che nel luglio del 1994 aveva toccato il minimo del 3,6 per cento, è salito nello scorso marzo al 4,9 e si è portato in maggio al 5,5 per cento. Gli incrementi degli ultimi mesi, oltre a riflettere il ritocco delle imposte indirette, testimoniano il riproporsi di stimoli inflazionistici anche di origine interna.

La politica monetaria, già orientata al contenimento del credito e della moneta, è stata resa progressivamente più stringente, attraverso il razionamento della liquidità alle banche e gli aumenti dei tassi ufficiali.

Nel più recente periodo ha preso consistenza la prospettiva che il miglioramento dell'inflazione si potesse prolungare nei mesi a venire. Per spezzare il deterioramento delle aspettative il tasso di sconto è stato portato al 9 per cento, quello sulle anticipazioni al 10,50.

Un calo degli incrementi mensili dei prezzi, al netto degli usuali fattori stagionali, è possibile entro la fine dell'estate. Diverrebbe visibile dopo qualche tempo nelle variazioni sui dodici mesi.

La dinamica inflazionistica potrà essere piegata attraverso un'evoluzione ordinata della domanda, comportamenti delle imprese volti a evitare ulteriori ampliamenti dei margini di profitto, la continuazione della moderazione salariale.

Il tasso medio annuo d'inflazione dei prezzi al consumo, al netto dell'effetto dovuto all'aumento delle imposte indirette, potrà allora situarsi entro il 4,5 per cento. Dovrà ridiscendere al di sotto del 4 per cento l'anno prossimo.

Qualora la dinamica dei prezzi nel corso dei prossimi mesi tenda a discostarsi dall'andamento ora delineato, non esiteremo a restringere ancora le condizioni di offerta del credito.

È indispensabile che la legge finanziaria per il 1996, in attuazione degli intendimenti espressi dal Governo, prosegua nella correzione del disavanzo, lungo le linee già intraprese con i provvedimenti del marzo scorso.

Se l'inflazione tenderà a piegare, lo sviluppo del prodotto interno non solo potrà superare nel 1995 il 3 per cento, un tasso di crescita fra i più elevati dei paesi industriali, ma rimarrà alto anche negli anni successivi.

Il surplus della bilancia dei pagamenti correnti potrà ancora accrescersi significativamente. Il perdurare della fase espansiva della produzione comporterà anche una ripresa dell'occupazione.

Analisi delle intenzioni delle imprese rivelano invero la possibilità di una consistente accelerazione degli investimenti produttivi, soprattutto nell'industria e in particolare nelle imprese di piccola dimensione. Una riattivazione degli investimenti, pubblici e privati, è necessaria per le regioni meridionali. Ciò richiede una migliore funzionalità delle Amministrazioni pubbliche, condizioni d'impiego del lavoro che rendano economica l'installazione di capacità produttive in questa parte del Paese.

L'avviato risanamento dei conti pubblici, la stabilità del costo del lavoro, il progressivo rientro dei prezzi alla produzione e al consumo daranno un contributo alla diminuzione dei tassi d'interesse, a vantaggio della finanza e degli investimenti.

L'Italia potrà riprendere una via virtuosa, di sviluppo nella stabilità

Le banche e il sistema finanziario

In un assetto monetario internazionale con libera e ampia circolazione di capitali, spostamenti nella domanda e nell'offerta di attività finanziarie concorrono a determinare i tassi di cambio, possono produrre rilevanti oscillazioni nei corsi dei titoli.

L'Italia è particolarmente ricca di risparmio. In una fase di crescente interesse per impieghi all'estero e di ricerca di diversificazione dei portafogli da parte degli intermediari istituzionali e dei privati, occorre perseverare nel rafforzamento delle nostre strutture finanziarie, al fine di dare fondamento al valore della moneta, di offrire migliori opportunità d'impiego produttivo al risparmio nazionale, di attrarre quello estero.

L'aumento della concorrenza, la riduzione della presenza pubblica, i ritardi accumulati in passato spingono le banche a ricercare assetti più solidi ed efficienti; la riorganizzazione proprietaria e territoriale si è estesa e ha assunto ritmi intensi; essa è affidata all'autonoma iniziativa degli amministratori e degli azionisti. Dalla riorganizzazione dovrà discendere un raffor-

zamento del nostro sistema bancario. Costante è l'impegno della Banca d'Italia perché questa evoluzione si svolga nel rispetto dell'ordinamento, nella concorrenza, risponda alle esigenze di un tessuto produttivo, come quello italiano, altamente articolato sul territorio. La difficile congiuntura accresce l'impegno.

La qualità del credito e la riorganizzazione del sistema bancario

L'andamento dei conti delle imprese non si è ancora riflesso sulla qualità media del credito bancario in essere.

I bilanci delle imprese relativi al 1993 mostravano già un miglioramento rispetto all'anno precedente, ma anche una dicotomia tra imprese esportatrici, situate in prevalenza al Centro-Nord, e altre con margini operativi esigui o negativi. Su un insieme di ventinovemila società censite dalla Centrale dei bilanci, per oltre seimila i margini operativi non erano sufficienti a coprire gli oneri finanziari e risultavano, nel complesso, negativi per 4.600 miliardi.

Nel 1994 i margini operativi per l'intero sistema delle imprese italiane si sono accresciuti; il disavanzo finanziario, di 108.000 miliardi nel 1992 e di 36.000 nel 1993, è diminuito fino quasi ad annullarsi. La domanda di credito è risultata eccezionalmente contenuta, mentre le posizioni in sofferenza sono aumentate del 30 per cento, raggiungendo la consistenza di 90.000 miliardi; rispetto agli impieghi sono salite dal 6,3 all'8 per cento.

Una decelerazione delle sofferenze si è avvertita nei primi mesi del 1995 assieme a una ripresa della domanda di prestiti.

L'esigenza di innalzare la qualità del credito induce le banche a rivedere criteri e procedure dell'attività d'impiego. In molti istituti sono state affinate le metodologie di classificazione della clientela, utili anche per la determinazione del prezzo del credito; sono stati realizzati interventi sull'organizzazione per meglio coordinare le informazioni sugli affidati.

Il confronto con gli intermediari degli altri paesi comunitari conferma la validità di questi indirizzi; individua possibilità di miglioramento in analisi di settore più integrate nei processi decisionali, in un più accurato esame delle relazioni di gruppo nel finanziare la singola società, in una maggiore attenzione alle prospettive di reddito della clientela.

Rapporti meno frammentati con gli affidati potranno consentire alle banche di acquisire informazioni più complete sulle condizioni e sui programmi delle imprese, di offrire loro forme articolate di assistenza finanzia-

ria. Per le imprese si attenuerebbero i vincoli finanziari all'attività d'investimento, verrebbe limitato il razionamento del credito nelle fasi cicliche negative.

Le banche hanno colto in parte le opportunità offerte dal Testo unico; vanno riconducendo al loro interno attività prima svolte attraverso società specializzate. Si è accresciuta la concessione di finanziamenti oltre il breve termine; essa riflette in prevalenza la ristrutturazione del debito delle imprese in difficoltà. Procedono lentamente l'acquisizione di partecipazioni.

Il risultato di gestione delle banche è sceso nel 1994 dall'1,6 all'1,1 per cento dei fondi intermediati. La flessione è stata determinata dal concorrere di più fattori: la compressione del margine tra tassi attivi e passivi, la caduta dei corsi dei titoli, le perdite sui crediti. L'autofinanziamento è risultato negativo per 3.900 miliardi. Per gli istituti operanti nel Mezzogiorno la congiuntura ha acuito le difficoltà connesse con la maggiore rischiosità delle imprese, con inadeguate procedure di valutazione dei fidi, con una struttura di costi irrigidita, in molti casi, da eccedenze di personale.

Le banche hanno mantenuto stabile il patrimonio ricorrendo al mercato e ai prestiti subordinati; in rapporto alle attività rischiose, esso è rimasto in media intorno al 12 per cento, in linea con quanto riscontrabile nei principali paesi. Rispetto al coefficiente minimo di solvibilità, sono aumentati sia le eccedenze, a 62.200 miliardi, sia i deficit di alcuni istituti, a 1.800 miliardi.

La recessione non spiega per intero la diminuita redditività del sistema bancario; la ripresa consentirà di migliorare i risultati economici, ma non assicurerà automaticamente un ritorno ai livelli precedenti.

Rimane l'esigenza di ampliare le fonti di ricavo e d'incidere significativamente sui costi operativi. Negli altri principali paesi i servizi resi alla clientela concorrono al margine d'intermediazione in misura più elevata che da noi. Le banche italiane stentano a sviluppare servizi nuovi; le commissioni percepite hanno rappresentato il 9 per cento del margine d'intermediazione nella media dell'ultimo triennio, come dieci anni prima.

Nel decennio trascorso i costi operativi delle banche sono stati in media pari al 63 per cento del margine d'intermediazione. Tra questi le spese per il personale sono pari a circa i due terzi, una proporzione elevata nel confronto internazionale.

Per accrescere l'efficienza sono necessari interventi volti a commisurare la composizione e l'entità degli organici nonché le dotazioni fisse alle effettive esigenze aziendali. È un processo di non facile attuazione, che alcune banche stanno realizzando con guadagni di produttività. Ritardi nell'adottare analoghe linee di gestione peseranno sui risultati economici.

Negli anni più recenti le banche hanno esteso notevolmente la loro rete di sportelli, rendendo capillare la presenza sul territorio. All'espansione dovrà seguire una fase di razionalizzazione. Cura molto maggiore andrà dedicata dalle banche all'articolazione, alla funzionalità e all'economicità della presenza oltre confine; la scelta degli obiettivi resta incerta tra il semplice sostegno dell'attività commerciale degli operatori italiani, le operazioni interbancarie, l'intermediazione nei principali mercati finanziari, l'impegno nelle attività al dettaglio.

Nella congiuntura sfavorevole si è fatto più intenso l'emergere, anche grazie al riscontro ispettivo dell'organo di Vigilanza, di situazioni aziendali deteriorate. Nell'ultimo triennio sono state ispezionate 539 banche, individuate principalmente sulla base delle risultanze delle segnalazioni periodiche; esse rappresentano un terzo del sistema in termini di impieghi. Per il 14 per cento delle banche in esercizio, con impieghi pari al 9 per cento del totale, si sono rilevate carenze nella capacità di valutazione dei fidi, nel controllo dei rischi assunti, nell'efficienza dell'organizzazione produttiva. Queste carenze sono state accertate per il 30 per cento delle aziende bancarie insediate nel Mezzogiorno.

Alle analisi documentali e alle ispezioni si affiancano e seguono frequenti incontri con gli amministratori; vengono sollecitate e discusse le iniziative necessarie a fronteggiare le difficoltà e le manchevolezze riscontrate. Nell'anno trascorso, con riferimento alle principali 300 banche sono stati operati 160 interventi formali; sono stati richiesti riassetti delle procedure di analisi dei fidi e dei rischi di mercato, adeguamenti dei mezzi patrimoniali, in alcuni casi la convocazione e il rinnovo degli organi statutari.

Dalla riorganizzazione avviata negli anni recenti possono derivare un rafforzamento della concorrenza e un contributo alla soluzione dei problemi ora richiamati.

Nell'ultimo quinquennio 89 banche, con una quota di mercato complessiva del 16 per cento, sono state assorbite in altre aziende o sono confluite in gruppi; nei cinque anni precedenti le operazioni avevano riguardato 53 banche con il 4 per cento dei mezzi amministrati complessivi.

Molte concentrazioni hanno concorso al risanamento di situazioni di crisi. Degli istituti che nell'ultimo quinquennio hanno presentato rilevanti profili di anomalia, 58 si sono aggregati ad altre banche; a essi facevano capo l'11 per cento degli impieghi e il 23 per cento delle sofferenze complessive, che hanno così trovato copertura patrimoniale.

È aumentata la presenza nel Mezzogiorno di banche provenienti da altre regioni, fino a raggiungere il 40 per cento degli sportelli; si è intensificata la concorrenza. Gli interventi realizzati in alcuni istituti meridionali

hanno contribuito, oltre che al recupero di singole realtà aziendali, ad avviare la diffusione di prodotti e di criteri di gestione già sviluppati nelle aree finanziariamente più evolute del Paese.

Quale garante della concorrenza nel mercato del credito, la Banca d'Italia, oltre a valutare le concentrazioni, ha sottoposto a vaglio sistematico gli accordi operativi tra banche, promuovendo la rimozione di clausole potenzialmente lesive della concorrenza. Quanto alle norme bancarie uniformi, si è giudicato che la rigidità e il grado di dettaglio ostacolassero in modo significativo la differenziazione delle condizioni di offerta; se ne è quindi chiesta la modifica. Per alcuni accordi interbancari in tema di servizi di pagamento il beneficio per la clientela, in termini di rapidità ed efficienza delle prestazioni, ha giustificato un'autorizzazione limitata nel tempo.

La trasformazione degli enti bancari pubblici in società per azioni è pressoché completata. La riduzione della presenza pubblica nel credito, secondo i costanti orientamenti della Vigilanza, ha per fine un vaglio più incisivo del mercato sulle strategie degli amministratori; offre un'occasione per l'allargamento del nostro mercato dei capitali; può e deve avvenire con un apporto netto di risparmio che accresca la capitalizzazione delle banche. Modalità e tempi delle cessioni di quote e degli aumenti di capitale in pubblica sottoscrizione devono incontrare il favore dei risparmiatori, garantire la solidità finanziaria dei soggetti che acquisiscono il controllo e assicurare la separazione fra interessi dell'industria e della finanza.

Il mercato dei capitali

Nel confronto internazionale elevata è la presenza nel nostro mercato finanziario dell'emittente pubblico ed efficienti sono le transazioni sui suoi titoli. Inadeguato alla capacità produttiva e di risparmio dell'economia è ancora il comparto dei capitali privati.

La capitalizzazione di borsa rimane bassa: il rapporto fra il valore delle società quotate e il prodotto interno lordo ammonta al 18 per cento, contro il 33 per cento in Francia e il 110 nel Regno Unito. Numerose sono le società non finanziarie, anche di grandi dimensioni, dotate dei requisiti reddituali e patrimoniali per la quotazione. È tuttora insoddisfacente la propensione alla raccolta di capitali presso i risparmiatori anche da parte dei gruppi produttivi medi e grandi che quotano una o più società in borsa.

Le cause dei ritardi a cui è necessario provvedere sono a un tempo di offerta e di domanda.

Il fabbisogno di capitale di rischio è stato sinora soddisfatto attingendo in larga misura a cerchie ristrette di investitori. Le imprese non si quoteranno e non raccoglieranno capitale in misura e modi tali da rendere più aperto l'assetto di controllo, se gli imprenditori non percepiranno che nel medio periodo i vantaggi di una maggiore disponibilità di risorse possono superare gli oneri che credono di ravvisare nella visibilità e nella sindacabilità delle proprie scelte.

In Italia il rendimento medio delle azioni è stato sostanzialmente in linea con quello di altri paesi industriali; nel lungo periodo, risulta competitivo anche rispetto a forme alternative d'investimento. L'apporto dei risparmiatori è scoraggiato, piuttosto, dalla forte variabilità dei rendimenti e dalla tutela inadeguata degli interessi dell'azionariato diffuso.

Il raccordo fra le esigenze delle imprese e quelle dei risparmiatori è compito proprio delle istituzioni finanziarie. Il loro peso negli assetti proprietari delle società, nella consulenza e supervisione delle strategie imprenditoriali è tuttora molto limitato; si vanno creando le condizioni perché esso si accresca.

Le banche possono favorire l'accesso delle imprese in borsa, anche attraverso l'assunzione diretta di partecipazioni. Rimane ampio il margine per un loro intervento. Una maggiore operatività in questo campo postula e al tempo stesso favorisce un arricchimento dei mercati mobiliari, che faciliti lo smobilizzo dei titoli acquisiti. La gestione di questo più articolato rapporto con le imprese e una condotta da azionista attento pongono alle banche l'esigenza di sviluppare idonee capacità professionali.

L'impegno degli investitori istituzionali nelle strategie d'investimento e nell'esercizio del diritto di voto esige che essi abbiano assetti societari rispondenti agli interessi dei risparmiatori che hanno affidato loro le proprie risorse.

Gli investitori istituzionali, le banche devono disporre degli strumenti per tutelare nelle società partecipate gli interessi del risparmio che gestiscono. Un intervento normativo in corso di discussione mira a estendere e a regolare la sollecitazione delle deleghe di voto in assemblea; dovranno essere garantite l'informazione tempestiva e adeguata degli azionisti, la concorrenza paritaria fra più opzioni.

La previdenza complementare a capitalizzazione potrà contribuire a dare spessore al mercato azionario e a quello obbligazionario privato. La scelta compiuta di distinguere le funzioni del fondo da quelle del gestore delle disponibilità richiede, nell'interesse dei beneficiari, che al primo spetti il compito di fissare nelle convenzioni gli indirizzi generali d'investimento, al secondo l'autonoma amministrazione delle risorse. Nell'attività

d'impiego, gli intermediari specializzati dovranno investire in cespiti, imprese, settori produttivi che offrano le migliori prospettive di reddito e di conservazione dei valori patrimoniali.

Nel campo dei servizi d'investimento, una più attiva presenza di operatori esteri altamente qualificati accresce la concorrenza, accelera la diffusione dell'innovazione finanziaria e stimola la ricerca di efficienza. Nell'esperienza del mercato dei titoli, la migrazione degli affari verso piazze estere si è interrotta allorché all'operare della concorrenza è seguito uno sforzo di riorganizzazione del nostro mercato volto a migliorarne liquidità e trasparenza. Ciò ha richiesto agli intermediari investimenti in risorse umane e in tecnologia.

I mercati azionari, obbligazionari, dei titoli di Stato, dei prodotti derivati, al dettaglio, all'ingrosso sono sorti in tempi diversi, con una varietà di regole, forme organizzative e controlli non sempre giustificata da esigenze funzionali. È ora necessario tracciare un quadro legislativo per la realizzazione di una architettura dei mercati coerente. La Commissione nazionale per le società e la borsa e la Banca d'Italia sono fattivamente impegnate in quest'opera.

Signori Partecipanti, Autorità, Signore, Signori,

nell'anno trascorso l'economia mondiale, in particolare quella dei paesi industriali, ha ripreso la via dell'espansione; l'aumento degli investimenti è garanzia della continuità e della sostenibilità dello sviluppo. Rimane ancora irrisolto in molte aree e paesi, soprattutto in Europa, il problema della disoccupazione. L'inflazione, grazie alle politiche monetarie, ma anche e soprattutto alla moderazione dei costi, in primo luogo del lavoro, è ancora diminuita rispetto al 1993, toccando uno dei valori più bassi degli ultimi decenni.

Sono apparse in tutta evidenza un'eccezionale variabilità dei cambi anche tra le principali monete e una connessa instabilità dei corsi dei titoli e dei tassi d'interesse.

Questi fenomeni sono collegati con la grande espansione dell'attività di finanziamento e investimento a livello internazionale; discendono da squilibri nelle condizioni economiche e finanziarie dei principali paesi; possono essere d'impedimento a una crescita ordinata dell'economia mondiale.

È risultata la necessità, per le politiche economiche di ogni paese, anche di dimensione media e grande, di un orientamento costante e credibile alla stabilità monetaria e finanziaria, al contenimento dei debiti pubblici, a un comportamento coerente in materia di redditi monetari.

La lira e i mercati finanziari italiani sono stati investiti dalle oscillazioni internazionali dei cambi e dei titoli. È stato possibile mantenere condizioni ordinate grazie allo spessore del mercato dei titoli pubblici, alla robustezza del sistema creditizio, all'indirizzo restrittivo della politica monetaria, al fermo orientamento mantenuto dalla politica dei redditi.

L'efficienza del sistema produttivo e il risparmio privato hanno riportato in attivo la bilancia dei pagamenti correnti, avviando il riassorbimento del debito esterno del Paese.