

AIOTE - ASSOBAT - ATIC - FOREX - AIAF

Italia ed Europa nella finanza globale

Intervento del Governatore della Banca d'Italia

Antonio Fazio

Napoli, 24 gennaio 1998

Sommario

	<i>pag.</i>
1. <i>La crisi nei paesi asiatici</i>	6
2. <i>La congiuntura monetaria internazionale</i>	9
3. <i>L'Europa nel mercato globale</i>	14
4. <i>L'Italia</i>	16

L'espansione dei commerci e la globalizzazione dei mercati hanno mantenuto elevato il ritmo di sviluppo dell'economia mondiale nell'ultimo decennio. La crescita è stata particolarmente rapida nelle economie dove più abbondante e meno costoso è il fattore lavoro e nei paesi industriali dove la struttura economica è caratterizzata da spiccata flessibilità e da aumento della produttività.

Dalla liberalizzazione degli scambi di beni e servizi, dal miglioramento delle comunicazioni, dalla riduzione dei costi di trasporto discende una più efficiente allocazione delle risorse su scala mondiale. I benefici del commercio, la nuova ricchezza prodotta, si ripartiscono tra i vari paesi in misura diseguale; ne derivano anche una redistribuzione della capacità produttiva e un'accentuazione dei fenomeni di specializzazione e concentrazione.

La globalizzazione finanziaria permette una migliore allocazione e gestione del risparmio su scala mondiale; ha sostenuto in misura significativa gli investimenti produttivi nelle economie in più rapida crescita.

Nei sei maggiori paesi industriali dal 1982 al 1995 il volume delle attività finanziarie è passato da 30.000 a 124.000 miliardi di dollari: da quattro a sei volte il prodotto lordo annuo dell'area misurato a prezzi correnti. Nei paesi industriali all'espansione dell'offerta di strumenti finanziari ha contribuito l'enorme aumento del debito pubblico. Molto sostenuta, negli anni più recenti, è stata la

crescita delle borse azionarie, soprattutto nei paesi emergenti. Si è sviluppata, assumendo in breve notevole spessore, l'attività di intermediari non bancari che operano su scala globale e investono prevalentemente in titoli azionari e obbligazionari e in altre attività di largo mercato.

Gli operatori finanziari, incluse le banche, tendono a comportarsi secondo schemi operativi che traggono origine dagli stessi paradigmi teorici; ma talora, reagendo uniformemente all'emergere di notizie rilevanti o a mutamenti di aspettative relative a singole economie, spostano rapidamente le disponibilità da un sistema all'altro; possono assumere, con orizzonti temporali di breve periodo, posizioni sui cambi e sui titoli di ammontare tale da condizionare pesantemente i paesi con struttura finanziaria meno consolidata.

1. La crisi nei paesi asiatici

Gli investimenti esteri nelle economie in rapido sviluppo, provenienti da banche, investitori istituzionali e privati, sono passati tra il 1990 e il 1996 da 50 a 240 miliardi di dollari annui.

A metà del 1997, la somma dei debiti esteri di otto economie emergenti dell'Asia-, incluse quelle di Hong Kong, Singapore e Cina, ammontava a 900 miliardi di dollari, circa il 40 per cento del prodotto lordo dell'area; la scadenza per circa due terzi della consistenza totale non superava l'anno.

La crisi che ha colpito in particolare cinque paesi, Thailandia, Indonesia, Malesia, Filippine e Corea del Sud, è da ricondurre fondamentalmente al persistere di disavanzi elevati delle bilance dei pagamenti correnti, compresi fra il 3 e il 6 per cento del prodotto ogni anno, e al conseguente rapido accumulo di debito estero.

In questi paesi la situazione dei conti pubblici è in genere non lontana dal pareggio e il debito pubblico è limitato. Gli squilibri sono riconducibili a un eccesso di spesa per investimenti privati e pubblici, sul pur elevato tasso di risparmio. I ritorni degli investimenti non sempre sono adeguati, in termini di redditività e di flussi di esportazioni, anche per inefficienze nell'allocazione del credito. Un deterioramento della competitività esterna è derivato dalla svalutazione del 40 per cento della moneta cinese nel 1994.

La crescente dipendenza delle imprese dal debito estero, prevalentemente denominato in dollari, la composizione sbilanciata verso il breve termine dello stesso debito, le carenze nell'azione di vigilanza sugli intermediari creditizi hanno reso più fragile la struttura dei sistemi finanziari. Hanno influito negativamente gli incerti andamenti dell'economia e della finanza giapponesi.

La crisi si è innescata e si è diffusa allorché è divenuta netta negli operatori la percezione della difficoltà di sostenere il tasso di cambio, di fronte al persistente, forte apprezzamento del dollaro e alle aspettative di aumento dei tassi di interesse negli Stati Uniti. Si profilavano gravi perdite per le imprese; si ridimensionavano le prospettive di crescita, con ulteriori riflessi negativi sulle borse.

Sorprende, anche in questa crisi, la rapidità del mutamento di opinione degli investitori; rivela una formazione delle aspettative che sembra dipendere dagli andamenti soltanto di breve periodo delle variabili macroeconomiche e dagli atteggiamenti assunti da altri operatori. Il carattere estrapolativo delle aspettative esaspera le oscillazioni nei cambi e nei valori dei titoli.

È mancata ancora una volta una ponderata analisi delle condizioni di fondo di ogni economia. La brevità della scadenza media del debito denotava, invero, incertezze da parte degli operatori circa le prospettive di più lungo

periodo; nondimeno, fino alla metà del 1997 è rimasto cospicuo l'afflusso di capitali nell'area.

Nonostante gli interventi organizzati dal Fondo monetario internazionale, la crisi si è accentuata in dicembre e nei primi giorni del nuovo anno. La caduta dei valori di borsa e il deprezzamento dei tassi di cambio con il dollaro hanno raggiunto in media per i cinque paesi rispettivamente il 40 e il 50 per cento in confronto ai livelli dei primi mesi del 1997; in dollari, i valori delle azioni si sono ridotti a meno di un terzo di quelli iniziali. Sono stati coinvolti nella crisi, soprattutto della borsa, anche i mercati di Singapore, Taiwan, Hong Kong.

Gli andamenti dei mercati e il peggioramento delle prospettive delle economie dei paesi in crisi hanno retroagito negativamente sul già difficile equilibrio del mercato dei capitali e sulla qualità degli attivi del sistema bancario del Giappone.

L'economia cinese non è stata coinvolta nella crisi per la sua iniziale, forte competitività, per il basso grado di finanziarizzazione, per il privilegio accordato agli investimenti diretti di capitale estero rispetto a quelli puramente finanziari.

Il volume di finanziamenti mobilitati dal Fondo monetario, dagli altri organismi internazionali e dai paesi impegnati a fronteggiare la crisi non trova riscontro nelle esperienze del passato. Sono state chiamate a concorrere, a obiettivi diversi dalle rispettive finalità istituzionali, la Banca mondiale e la Banca asiatica di sviluppo. Gli interventi effettuati o previsti sono complessivamente pari a circa 110 miliardi di dollari.

Un contributo a contenere gli effetti della crisi dovrà provenire dall'impegno delle banche, attraverso la conferma dei finanziamenti in essere.

L'intensità della crisi, le temute ripercussioni sistemiche hanno dato luogo a una concitazione nella sequenza degli interventi e delle decisioni che sembra denotare una inadeguatezza dell'attuale assetto della cooperazione internazionale di fronte alle sfide poste dalla globalizzazione dei mercati.

2. La congiuntura monetaria internazionale

Sullo sfondo della crisi asiatica permane il problema dell'incerto andamento dell'economia giapponese e dell'onere eccessivo affidato in questo contesto alla politica monetaria.

Si tratta di una situazione ereditata dalla crisi messicana dei primi mesi del 1995, che aveva inizialmente condotto a una rivalutazione abnorme della moneta giapponese e al timore di uno scivolamento prolungato della moneta americana.

In Giappone l'abbattimento dei tassi di interesse in prossimità dello zero provocava nella seconda metà del 1995 un ridimensionamento del cambio effettivo dello yen dell'ordine del 20 per cento. Non ne traeva sufficiente beneficio l'economia in termini di crescita, mentre si acuiva lo squilibrio costituito dalla forte posizione creditoria del paese nei confronti dell'estero. La debolezza del cambio si trasferiva in parte sulle quotazioni azionarie, contribuendo alla restrizione del credito bancario all'interno.

La politica di bilancio, anche dopo il recente annuncio di una limitata riduzione del carico fiscale, rimane orientata, secondo obiettivi peraltro condivisibili, ad abbattere il debito in un'ottica di lungo periodo. È prevista un'ulteriore riduzione del disavanzo anche nel 1998; non sembrano sufficientemente presenti preoccupazioni per le implicazioni deflazionistiche nel breve termine.

Il pacchetto di interventi, in corso di approvazione da parte del Parlamento, prevede una limitata azione di stimolo della domanda interna, basata su sgravi fiscali, dell'ordine di mezzo punto percentuale del prodotto; include anche un piano di sostegno e salvataggio del sistema finanziario e bancario di dimensioni imponenti: circa 240 miliardi di dollari, il 6 per cento del prodotto lordo del paese.

Il prolungato indirizzo espansivo della politica monetaria giapponese, in particolare dalla primavera del 1995, ha accresciuto fortemente l'offerta e ha abbassato il costo dei finanziamenti in yen. È aumentato in misura notevole il credito fornito ai mercati internazionali dalle banche giapponesi; le loro passività verso l'estero si sono ridotte notevolmente; la posizione netta delle banche è divenuta attiva per importi considerevoli.

L'espansione del credito da parte del sistema bancario giapponese si è realizzata in un contesto in cui permane un ampio disavanzo corrente verso l'estero dell'economia statunitense, attualmente pari a circa 180 miliardi di dollari annui, al quale si aggiungono deflussi elevati e persistenti di investimenti diretti all'estero da parte di imprese statunitensi. In una situazione caratterizzata, in gran parte dei paesi industriali, da una congiuntura produttiva relativamente debole è stata resa più facile la copertura degli squilibri esterni delle economie in crisi.

In un contesto di inflazione, effettiva e attesa, contenuta, l'offerta di moneta a tassi di interesse molto bassi si è riflessa sui rendimenti a lungo termine, sia in Giappone sia negli altri principali mercati. I rendimenti dei titoli giapponesi a lungo termine sono discesi nel 1997 al 2,1 per cento. Gli investimenti all'estero di portafoglio da parte di operatori giapponesi erano stati pari a oltre 80 miliardi di dollari nel 1994 e nel 1995, raddoppiandosi rispetto agli anni precedenti; sono ancora cresciuti nel 1996 e nella prima parte del 1997; circa un quinto di essi si è diretto in via immediata verso il mercato statunitense.

Gli investimenti in titoli americani, provenienti da tutti i mercati, sono stati pari a oltre 300 miliardi di dollari nel 1996, con un aumento del 50 per cento rispetto al 1994 e al 1995; essi sono più che raddoppiati rispetto a tre anni prima; i disinvestimenti sono annualmente dell'ordine di 100 miliardi. I rendimenti dei titoli decennali negli Stati Uniti sono discesi dal 6,4 per cento nel 1996 al 5,8 alla fine del 1997.

Anche il sistema finanziario europeo ha fruito di investimenti di portafoglio dall'estero fortemente cresciuti nel 1996 e nel 1997 rispetto agli anni precedenti. In Germania sono affluiti nel 1996 oltre 200 miliardi di dollari, rispetto a 125 nel 1995 e a 76 nel 1994. I rendimenti dei titoli a medio termine sono diminuiti nel corso del 1997 più rapidamente di quelli statunitensi, fino al 5,3 per cento.

L'abbondanza di liquidità nel mercato internazionale sembra ripetere, per alcuni aspetti, la situazione che ha caratterizzato i primi anni novanta, fino all'inizio del 1994, a seguito della prolungata espansione monetaria negli Stati Uniti. I tassi a breve furono mantenuti dalla Riserva Federale per quasi due anni in prossimità del 3 per cento. I rendimenti dei titoli a medio e a lungo termine sui principali mercati si ridussero in quella congiuntura, progressivamente e notevolmente, fino agli ultimi mesi del 1993; per i titoli decennali del Tesoro americano passarono dal 7 per cento circa all'inizio del 1992 a valori di poco superiori al 5 nell'ottobre dell'anno seguente; i tassi dei titoli tedeschi scesero dall'8 per cento a meno del 6 alla fine del 1993. I rendimenti dei titoli decennali del Tesoro italiano da valori superiori al 14 per cento nell'autunno del 1992, *dopo punte del 15 durante la crisi del Sistema monetario europeo*, si ridussero nei primi mesi del 1994 al di sotto del 9.

Dal febbraio del 1994, in connessione con il mutato orientamento della politica monetaria degli Stati Uniti, tutti i tassi di interesse risalirono rapidamente; i corsi dei titoli ridiscesero ai livelli di due anni prima.

Dopo la crisi messicana, dalla primavera del 1995, i rendimenti a medio termine sui principali mercati hanno fatto di nuovo registrare una graduale, ma prolungata, flessione. Con l'eccezione dell'Italia e della Spagna, durante il 1997 la politica monetaria si è fatta moderatamente più restrittiva in tutti i paesi industriali. Le ulteriori spinte al rialzo dei tassi di interesse trovano ora un freno nella necessità di favorire il rientro della crisi asiatica e nelle attese di rallentamento dell'economia americana.

I fondi che hanno abbandonato le economie asiatiche si sono riversati sui mercati finanziari dei paesi industriali, prevalentemente su quello americano, sostenendo i corsi dei titoli azionari e obbligazionari e il cambio del dollaro.

La moneta giapponese è risultata costantemente debole, ma al di fuori dell'area asiatica l'assetto dei cambi è rimasto nel complesso ordinato.

Più volte nel corso degli anni novanta il governo giapponese ha annunciato piani di espansione fiscale che, pur di dimensioni ingenti, per la loro composizione, per la natura temporanea degli interventi, per l'incompleta attuazione, hanno prodotto effetti limitati, nell'entità e nel tempo, sull'andamento di quella economia: L'economia giapponese appare dominata da aspettative negative nel medio e lungo termine connesse con l'invecchiamento prospettico della popolazione. La forte caduta delle quotazioni immobiliari e dei valori delle azioni all'inizio del decennio aveva generato difficoltà al sistema bancario,

aggravate ora dalla crisi della Corea e dei paesi del Sud-Est asiatico, che con il Giappone mantengono stretti vincoli commerciali, finanziari e imprenditoriali.

La via d'uscita, date le dimensioni dell'economia giapponese, la sua forza in termini di capacità produttiva e di risparmio, effettivo e potenziale, appare necessariamente essere quella di un rilancio efficace della domanda interna. La politica monetaria, con tassi di interesse prossimi allo zero, sembra aver esaurito qualsiasi capacità di spinta.

Il piano ora in discussione, ove approvato dal Parlamento nella sua interezza, risulta di dimensioni adeguate per quanto riguarda il risanamento del sistema finanziario. Ancora limitato si rivela invece lo stimolo all'attività economica. Interventi di bilancio più decisi, eventualmente su orizzonti temporali non lunghi, potrebbero migliorare le prospettive di crescita del Giappone senza implicazioni negative di lungo termine per gli stessi conti pubblici.

I livelli raggiunti dai valori azionari nelle economie in crisi, i piani di stabilizzazione decisi per alcune di esse con l'appoggio del Fondo monetario possono riaprire prospettive per convenienti investimenti.

Nella fase attuale, l'economia internazionale presenta rischi di instabilità sistemiche, con conseguenti generalizzati effetti deflazionistici. Gli investimenti di portafoglio su base internazionale sono stati nel corso degli ultimi anni di dimensioni storicamente mai sperimentate; è necessario almeno monitorarli, in qualche misura governarli.

Una ripresa della domanda interna e un miglioramento delle prospettive di sviluppo del Giappone ne sosterebbero anche la moneta; avrebbero benefici diretti sull'area asiatica e indiretti sull'economia mondiale. Si pone con sempre maggiore urgenza la necessità di una nuova visione d'insieme di questi problemi,

adeguata alla configurazione assunta dai mercati globali e dal sistema monetario internazionale.

3. L'Europa nel mercato globale

I mercati europei sono sempre più integrati nella finanza internazionale.

Il grado di apertura dei sistemi finanziari italiano e francese è fortemente cresciuto nel corso degli anni novanta. La Germania svolge da tempo un ruolo di rilievo sui mercati internazionali; è nel contempo aumentata costantemente negli ultimi anni la quota dei finanziamenti provenienti dall'estero: tende a ridursi il forte attivo della posizione patrimoniale accumulato soprattutto negli anni ottanta. Il grado di internazionalizzazione del Regno Unito rimane molto elevato, riflettendo la presenza della maggiore piazza finanziaria mondiale.

L'attuale congiuntura monetaria ha interessato in misura significativa tutti i mercati dell'Europa continentale. Notevoli investimenti di portafoglio sono affluiti nell'ultimo triennio in Germania, in Francia, in Italia e nei paesi minori. La riduzione dei rendimenti a lungo termine, verificatasi in parallelo su tutti i mercati, ha riflesso la stabilità dei prezzi e la riduzione dei disavanzi pubblici all'interno del sistema europeo; in via più immediata è la conseguenza dei notevoli afflussi di fondi che dall'estero si sono riversati su tutti i mercati.

Le politiche debbono essere volte a rendere permanenti, nell'Unione europea, investimenti finanziari che in molti casi possono avere carattere temporaneo. È fonte di preoccupazione il limitato afflusso, in alcuni paesi dell'Europa continentale, degli investimenti diretti e il corrispondente ampliarsi di quelli effettuati al di fuori dell'area. Si avverte l'esigenza di ricercare condizioni di

competitività e di profittabilità nei sistemi produttivi in grado di attrarre permanentemente fondi dagli investitori internazionali.

Il livello di competitività dell'industria finanziaria dell'Europa continentale è relativamente non elevato. I costi sono alti; scarsa è ancora la qualità dei servizi offerti. La ristrettezza dei mercati, la debolezza cronica di alcune monete hanno svolto un ruolo di freno allo sviluppo di una più moderna attività finanziaria, atta a competere sul mercato globale.

La bilancia dei pagamenti correnti dell'Unione europea nel 1996 è stata attiva per 86 miliardi di dollari, l'1 per cento del prodotto interno lordo. Dal 1990 i saldi dei conti con l'estero dei paesi dell'Unione hanno avuto segni alterni in un contesto di rapida espansione dell'economia mondiale e di moderato sviluppo della domanda interna dell'area.

La limitata crescita della produzione, la diminuzione costante del numero degli addetti all'industria, l'aumento della disoccupazione rivelano una situazione di scarsa competitività nei confronti del resto del mondo. Più rigidi sono nell'Europa continentale gli assetti dei mercati dei beni e soprattutto di quello del lavoro; il costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria è comparabile con quello degli Stati Uniti e con quello del Giappone, ma estremamente più elevato di quello dei paesi di nuova industrializzazione, dell'Asia, dell'America Latina, dell'Europa orientale. Il carico fiscale complessivo, e in particolare quello sul lavoro dipendente, è alto.

La tendenza demografica all'invecchiamento altererà profondamente nei prossimi decenni la proporzione tra attivi e inattivi. La modesta crescita influisce negativamente sulla propensione all'investimento.

La prospettiva della realizzazione dell'Unione economica e monetaria ha imposto ai paesi europei un'azione incisiva di risanamento delle finanze pubbliche. Lo sforzo per correggere i disavanzi di bilancio è stato in gran parte compiuto. È stato riconquistato un alto grado di stabilità monetaria. In più di un caso, tuttavia, è ancora aumentato il carico fiscale.

La stabilità della moneta è l'obiettivo principe dell'unificazione; è volto a creare le condizioni favorevoli per gli investimenti e lo sviluppo.

I parametri relativi al disavanzo e al livello del debito stanno svolgendo un ruolo fondamentale ai fini della stabilità monetaria nell'area; sono stati tuttavia concepiti in un contesto nel quale non erano ancora sufficientemente evidenti le implicazioni della globalizzazione commerciale e finanziaria; è necessario mirare anche a una riduzione del peso sull'economia di alcune componenti della finanza pubblica e della pressione fiscale e contributiva.

Una ricerca della competitività dell'area attraverso mutamenti del livello del cambio contrasterebbe con l'obiettivo della stabilità monetaria. La competitività riflette in primo luogo la quota delle risorse che direttamente, attraverso le retribuzioni, e indirettamente, attraverso alcune componenti della spesa pubblica, vengono assorbite dal fattore lavoro. La competitività va allora ricercata in un costo del lavoro, in una flessibilità delle sue condizioni di impiego, in un livello dei carichi fiscali diretti e indiretti adeguati alla nuova, maggiore apertura internazionale del mercato dei beni e dei servizi e soprattutto della finanza.

L'ampliamento della dimensione del mercato dei capitali e una sua più sviluppata articolazione possono contribuire in misura determinante alla stabilità della moneta e in definitiva alla prosperità dell'economia.

La posizione finanziaria complessiva dell'economia europea nei confronti del resto del mondo è attiva. La formazione di un unico mercato finanziario europeo privo di segmentazioni valutarie, in un contesto di stabilità dei prezzi e di maggiore competitività, offrirà spazi rilevanti di crescita per il volume delle emissioni e delle contrattazioni di titoli obbligazionari privati e azionari, per lo sviluppo delle connesse attività di supporto dei mercati dei capitali, a beneficio delle imprese e dell'attività economica, a sostegno della loro proiezione sui mercati mondiali.

In prospettiva tenderà a delinearsi ancora più nettamente la suddivisione del sistema monetario internazionale in tre grandi blocchi: quello del dollaro, quello dello yen e quello della moneta europea. Le valute minori tenderanno a raggrupparsi intorno, a riferirsi, alle tre di maggiore importanza.

La forza di ciascuna moneta dipenderà dalla credibilità delle politiche monetarie. Sul fondo tenderà di nuovo a emergere la rilevanza della produttività e della competitività dell'economia reale. È necessario prevedere una ricomposizione nel medio termine del valore aggiunto dell'area a scapito delle industrie più tradizionali, a favore di servizi più avanzati e, tra questi, anche in via più immediata, di quelli finanziari.

Si aprono prospettive importanti che gli operatori italiani ed europei debbono saper cogliere, adeguando visioni e professionalità, valutando correttamente, secondo più avanzati e completi modelli, i relativi rischi.

4. L'Italia

L'Italia ha chiuso il 1997 con un ulteriore attivo della bilancia dei pagamenti correnti, dell'ordine di 60.000 miliardi di lire, poco più del 3 per cento del prodotto interno lordo.

Sul finire dello scorso anno la posizione patrimoniale complessiva nei confronti dell'estero è tornata in prossimità dell'equilibrio; a un passivo dello Stato verso non residenti di circa 470.000 miliardi, costituito in gran parte da titoli a breve e a medio termine in lire acquisiti sul mercato italiano e per un quinto da titoli in valuta emessi all'estero, si contrapponevano un attivo netto di oltre 350.000 miliardi del settore privato non bancario, circa 100.000 miliardi di attivo della Banca d'Italia, attivi netti per cifre più limitate delle banche e di altri operatori.

La Banca d'Italia detiene uno *stock* di riserve auree pari a 2.500 tonnellate; si aggiunge la posizione verso l'estero della Banca centrale passata da 51.000 miliardi alla fine del 1995 a 96.000 miliardi nel dicembre dello scorso anno.

Le imprese e le famiglie italiane hanno trasformato in attività finanziarie sull'estero i cospicui *surplus* di parte corrente della bilancia dei pagamenti; hanno inizialmente rimborsato i debiti in valuta contratti negli anni precedenti; successivamente hanno ampliato gli investimenti all'estero. La loro posizione complessiva in valuta, prossima all'equilibrio a fine 1993, era salita a un attivo di più di 200.000 miliardi nel settembre dello scorso anno.

Le esportazioni di capitali sotto forma di investimenti di portafoglio sono passate, in media, da 4.500 miliardi al mese nel corso del 1996 a circa 9.000 durante il 1997. Esse riflettono una propensione alla diversificazione dei portafogli, alla ricerca di una migliore combinazione tra rischio e rendimento, che ha carattere strutturale, destinata a intensificarsi nei prossimi anni. Veicolo

di questi deflussi sono sempre più intermediari italiani ed esteri specializzati nella gestione del risparmio.

Nonostante l'ampio volume di esportazioni di capitali, l'offerta netta di valuta contro lire nel 1997 è rimasta largamente positiva, permettendo il ricordato accrescimento, a tassi di cambio stabili, delle riserve di divise estere della Banca d'Italia.

L'offerta di valuta è derivata, oltre che dal *surplus* commerciale, dall'elevato volume di investimenti finanziari sul nostro mercato provenienti da operatori istituzionali, da banche e da operatori privati. Rispondendo al miglioramento delle condizioni interne e all'abbondanza di liquidità internazionale, gli operatori esteri anche nel 1997 hanno effettuato ingenti investimenti di portafoglio in Italia: 118.000 miliardi, valore non discosto da quello dell'anno precedente; in relazione al più favorevole clima di fiducia, nel contempo, hanno fortemente ridotto la quota delle operazioni finanziate in lire a copertura del rischio di cambio.

Gli acquisti netti di titoli pubblici da parte di operatori esteri hanno ampiamente superato le emissioni. La riconquistata credibilità del nostro sistema, le prospettive di risanamento della finanza pubblica, la bassa inflazione, la tendenza crescente dei corsi hanno incoraggiato gli investimenti e accentuato la discesa dei rendimenti dei titoli a medio e a lungo termine, ora prossimi a quelli prevalenti sui mercati a moneta più stabile.

I risparmiatori italiani hanno indirizzato in misura preponderante i loro investimenti verso le varie forme di risparmio gestito; hanno accresciuto attraverso questo canale gli acquisti di attività estere e di azioni italiane. Si possono porre al riguardo problemi circa il grado di rischio talora inconsapevolmente assunto da famiglie e imprese in questa mutata configurazione dei loro portafogli. La riduzione nei rendimenti dei titoli pubblici e la minore liquidità dei nuovi

strumenti hanno accresciuto anche la domanda di moneta, in particolare di depositi bancari in conto corrente.

Il clima di fiducia che ha dominato i mercati si è riflesso anche nel fortissimo apprezzamento dei valori delle azioni, proseguito dopo lo scoppio della crisi asiatica. La situazione finanziaria ha favorito operazioni di grande rilievo di privatizzazione di banche pubbliche, insieme alla loro ricapitalizzazione, secondo schemi da noi più volte suggeriti.

La congiuntura è rimasta debole nella prima parte dell'anno, come avevamo già indicato alla fine del 1996 e all'inizio del 1997. La crescita del prodotto lordo, dopo il deludente risultato dello 0,7 per cento del 1996, si sarebbe ancora situata nel 1997 poco al di sopra dell'1 per cento. I provvedimenti di incentivazione all'acquisto di beni durevoli hanno risollevato la congiuntura, nonostante l'ulteriore restrizione della politica di bilancio, permettendo un risultato annuo valutabile in prossimità dell'1,5 per cento.

Ha mostrato segni di ripresa l'attività di investimento in impianti e macchinari, rispondendo anche a una favorevole congiuntura europea, mentre ha continuato a ristagnare l'attività nel settore delle costruzioni.

Non migliora però, anzi tende a peggiorare ulteriormente nelle regioni più depresse, la situazione dell'occupazione. Rimane esitante l'espansione dei consumi, riflettendo anche il limitato aumento del reddito delle famiglie.

La politica monetaria è rimasta fermamente orientata a stabilizzare l'inflazione.

La crescita dei prezzi al consumo è discesa al di sotto dell'1,5 per cento al netto della componente stagionale e in ragione d'anno dalla seconda metà del 1996, rimanendo su questo livello fino all'estate dello scorso anno. Dal quarto trimestre del 1997 si è riportata intorno al 2 per cento; l'andamento ha riflesso quello registrato dal secondo trimestre dai prezzi alla produzione.

Le aspettative di inflazione hanno segnato un continuo ridimensionamento; esse si collocano ora sul 2 per cento per il 1998 e per il 1999.

La riduzione dei tassi di interesse ufficiali dalla metà del 1996 è stata graduata in funzione degli andamenti effettivi e attesi dell'inflazione, delle prospettive di risanamento della finanza pubblica, premessa di un ritorno definitivo alla stabilità, con costante attenzione alle modifiche dei portafogli dei residenti e agli afflussi di fondi dall'estero.

Abbiamo mantenuto il tasso di cambio coerente con la parità centrale, senza necessità di interventi a sostegno nei momenti di tensione di origine internazionale o connessi con avvenimenti politici interni.

La riduzione dei tassi di interesse, di sconto e anticipazione, decisa alla fine dello scorso anno contribuisce a sostenere una congiuntura che, trainata anche dal buon andamento del commercio estero, potrà agevolare l'attività di investimento. L'espansione del prodotto interno lordo nel corso del 1998 potrà essere superiore al 2 per cento.

La situazione del Paese presenta difficoltà che debbono essere superate, ponendo le premesse per miglioramenti futuri; sono necessari comportamenti, politiche atti a far sì che la disponibilità di risparmio sia utilizzata per un rafforzamento dell'attività di investimento produttivo all'interno. Nel corso dell'ultimo quinquennio sono fortemente cresciuti gli investimenti diretti effettuati dalle

imprese italiane all'estero; sono rimasti invece pressoché stazionari i flussi in entrata: il saldo è risultato negativo per 30.000 miliardi.

La ricerca di profitti più elevati in un clima di ritrovata fiducia nella stabilità e nella crescita potrà volgersi all'ampliamento della scala di produzione e degli investimenti, in prospettiva dell'occupazione.

È necessario che rimanga assai moderata la dinamica del costo del lavoro, consentendone la riduzione per unità di prodotto; che non si accentuino le sia pur lievi tensioni sui prezzi, in primo luogo di quelli alla produzione.

I progressi compiuti nel riequilibrio dei conti pubblici nel corso del 1997 sono stati rilevanti. Sulla base dei dati finora disponibili, l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche, in rapporto al prodotto, dovrebbe essere contenuto entro il 3 per cento. Sono state avviate riforme per accrescere la funzionalità della pubblica Amministrazione e per razionalizzare la struttura del sistema impositivo. Sono stati apportati tagli ad alcune spese, ridotti i trasferimenti agli enti decentrati.

Occorre ora consolidare, attraverso interventi di natura strutturale, i risultati raggiunti. L'efficienza dei servizi pubblici, a sostegno dell'attività produttiva, deve essere migliorata.

Si pone in piena evidenza la necessità di modalità flessibili di impiego del fattore lavoro che ne aumentino la produttività. È necessario un abbattimento del costo del lavoro per unità di prodotto nelle regioni economicamente più arretrate, dove sono alte e crescenti la disoccupazione giovanile e la dimensione dell'economia sommersa, dove la partecipazione alle forze di lavoro della popolazione è bassissima, soprattutto di quella femminile. Occorre eliminare le rigidità nei rapporti economici tra datori di lavoro e dipendenti, che impediscono

alle retribuzioni e alle altre condizioni contrattuali di adeguarsi alla produttività e alla domanda di lavoro. Il livello eccessivo dei costi del lavoro crea aree di lavoro grigio; impedisce alla maggioranza dei giovani di entrare in un processo produttivo regolare; unitamente alla gravosità del carico fiscale, dà luogo a evasioni di entità abnorme.

Sempre più viene rilevata la carenza di domanda effettiva. La debolezza degli investimenti è fenomeno presente in tutte le economie europee; è alla base della riduzione del numero degli occupati in alcuni settori e della crescente disoccupazione. È grave nelle regioni più depresse, in quelle del nostro Mezzogiorno in particolare; la caduta degli investimenti privati e pubblici sta incidendo negativamente, insieme ai costi del lavoro, sulla struttura economica e produttiva. Politiche attive risultano indispensabili per un ritorno a tassi di investimento più elevati. Un minor costo del lavoro per unità di prodotto e un aumento della competitività creano un ambiente favorevole per il rilancio degli investimenti.

In altre sedi ci siamo soffermati a lungo sulla disponibilità potenziale ed effettiva di risparmio privato nel nostro Paese. Abbiamo tentato di mostrare che un maggiore livello di attività economica, una più alta crescita, in un contesto di stabilità monetaria e salariale, conducono a un più rapido e duraturo risanamento dei conti pubblici.

La stabilità dei prezzi, che abbiamo riconquistato con un'azione monetaria talora necessariamente dura, deve trovare sostegno in una economia reale competitiva e in espansione.

Con una politica coerente iniziata nell'estate del 1994 abbiamo ricondotto il tasso di inflazione in linea con quello dei principali paesi industriali. La mode-

razione salariale, la drastica riduzione nel 1997 del fabbisogno del Tesoro e il rallentamento dei prezzi sui mercati internazionali hanno contribuito efficacemente al contenimento dell'inflazione; ne è disceso l'abbassamento dei tassi di interesse a lungo termine. Questi risultati ottenuti attraverso un impiego di lunga lena hanno fornito un contributo fondamentale alla convergenza della nostra economia verso quelle dell'Europa con più consolidata tradizione di stabilità.

I prossimi mesi, prima delle decisioni connesse con l'avvio dell'Unione monetaria, ma anche la seconda parte dell'anno, si presentano con caratteristiche di particolare delicatezza per tutto il sistema dei cambi europeo. In tale contesto la nostra politica monetaria, mentre continuerà a garantire il contenimento delle aspettative di prezzo di medio periodo, è volta con più attenzione alla stabilità del cambio.

Se i comportamenti saranno coerenti, l'Italia potrà mantenere nel tempo la posizione che ha faticosamente riconquistato nel consesso internazionale, a beneficio della presente generazione e di quelle future.