

AIAF - AIOTE - ASSOBAT - ATIC - FOREX

L'economia globale e l'Italia

Intervento del Governatore della Banca d'Italia
Antonio Fazio

Palermo, 29 gennaio 2000

Sommario

	<i>pag.</i>
1. <i>La liquidità internazionale</i>	5
2. <i>Problemi strutturali delle maggiori economie</i>	8
3. <i>Instabilità finanziaria e tassi di cambio</i>	14
4. <i>I prezzi delle azioni</i>	20
5. <i>Le prospettive dell'economia globale e la condizione dell'Italia</i>	23

1. La liquidità internazionale

La liquidità internazionale è da anni abbondante. La globalizzazione dei mercati ha portato a un'ampia diffusione di strumenti liquidi che non sono sotto il controllo delle autorità monetarie nazionali. Il notevole ricorso ai prodotti derivati ha accresciuto la capacità moltiplicativa della moneta in termini di transazioni finanziarie.

Le politiche monetarie delle principali aree nel 1998 e nei primi mesi del 1999 hanno assunto un orientamento assai espansivo; permangono accomodanti anche dopo i rialzi dei tassi di interesse effettuati nella seconda metà dello scorso anno.

I rendimenti nominali a breve termine hanno registrato sin dai primi anni novanta un andamento flettente, toccando livelli storicamente bassi.

L'inflazione al consumo si è mantenuta ovunque moderata, sui valori degli anni sessanta.

L'aumento della liquidità internazionale si è accentuato dal 1995 con il forte allentamento delle condizioni monetarie attuato in Giappone nella primavera di quell'anno. Dopo la crisi del Messico che aveva condotto, nei primi quattro mesi del 1995, a un forte deprezzamento del dollaro, fino al 19 per cento nei confronti dello yen e al 13 rispetto al marco, il riequilibrio delle monete veniva perseguito, anziché attraverso un aumento dei tassi di interesse sul dollaro, mediante una ulteriore riduzione dei rendimenti in yen, già da due anni particolarmente contenuti.

Nell'estate dello stesso anno seguivano massicci interventi di acquisto di dollari da parte della banca centrale giapponese. Data la debolezza della domanda di credito sull'interno, l'abbondante liquidità si riversava sui mercati internazionali.

La moneta giapponese alla fine del 1995 risultava deprezzata del 21 per cento nei confronti del dollaro, rispetto al picco raggiunto in aprile. Il dollaro registrava un graduale apprezzamento.

Anche la lira, il cui valore nei confronti del marco era caduto del 18 per cento nei primi mesi del 1995, iniziava un recupero, innescato da interventi aggressivi sul mercato dei cambi e favorito dalla drastica restrizione monetaria e dalle misure di riduzione del disavanzo pubblico.

La crescita degli aggregati monetari nelle principali economie industriali dall'inizio degli anni novanta si era mantenuta sostanzialmente in linea con quella del reddito nominale. Dalla fine del 1998 il rapporto tra la moneta e il reddito è aumentato dal 67 a oltre il 70 per cento nei primi tre trimestri dello scorso anno.

Nel triennio 1995-97 ingenti erano risultati i flussi di capitale dai paesi industriali alle economie emergenti. Una parte cospicua dei fondi è stata riallocata dai centri off-shore, anche attraverso intermediari non bancari ad alto grado di indebitamento.

Questi operatori si sono riforniti di liquidità dove erano più contenuti i tassi di interesse e hanno effettuato, attraverso i derivati, investimenti pari a un multiplo dei fondi presi a prestito su tutti i maggiori mercati finanziari. Ne è scaturito un aumento dei corsi dei titoli obbligazionari e azionari.

Dalla fine del 1997 il dispiegarsi degli effetti della crisi asiatica e, dall'agosto del 1998, le difficoltà di altre economie emergenti determinavano una riduzione dell'esposizione bancaria internazionale. I capitali, defluiti dalle economie in crisi, si riversavano sul mercato finanziario degli Stati Uniti e in parte su quello europeo, ritenuti sicuri dagli investitori, favorendo ancora l'aumento delle quotazioni dei titoli obbligazionari e azionari.

I tassi di interesse reali a breve termine segnavano un temporaneo rialzo nel biennio 1997-98; il calo dell'inflazione indotto dalla caduta dei prezzi delle materie prime risultava più rapido della diminuzione dei tassi. I rendimenti reali sono tornati nel 1999 su livelli assai bassi, tra il 2,0 e il 2,5 per cento, valori pari a circa la metà di quelli osservati in media negli anni ottanta.

Nel 1999, con l'attenuarsi delle crisi, sono ripresi i flussi di portafoglio dai paesi industriali a quelli emergenti; i finanziamenti bancari sono rimasti di segno negativo. Le condizioni di accesso al credito internazionale sono più selettive rispetto al periodo precedente le crisi.

L'espansione del credito e della moneta a livello internazionale si riflette e si inserisce nel più generale processo di rapido sviluppo della finanza globale. Nelle dieci maggiori economie industriali, tra il 1985 e il 1998, lo stock di obbligazioni pubbliche e private è aumentato dal 90 al 127 per cento del prodotto dell'area, la capitalizzazione delle borse dal 30 al 97 per cento. La diffusione degli strumenti finanziari derivati si è accresciuta a ritmi assai più elevati, soprattutto nell'ultimo decennio: tra il 1990 e il 1997 il valore nozionale dei derivati quotati in borsa è salito dal 37 al 195 per cento del prodotto dei paesi del Gruppo dei Dieci.

In un contesto caratterizzato da condizioni monetarie espansive, il contenimento dell'inflazione è stato assicurato dalla scarsa dinamicità della

domanda effettiva per consumi e investimenti, in tutti i paesi con l'eccezione degli Stati Uniti. Flettenti fino ai primi mesi del 1999 sono risultati i prezzi delle materie prime e dell'energia. A frenare l'inflazione hanno contribuito in Europa politiche dei redditi e di bilancio restrittive; negli Stati Uniti i forti incrementi della produttività. In Giappone, a causa del prevalere di aspettative pessimistiche degli operatori, sono rimasti significativi i segni di deflazione.

2. Problemi strutturali delle maggiori economie

Negli Stati Uniti il ciclo espansivo, iniziato nella primavera del 1991, sta superando per durata quello degli anni sessanta, divenendo il più lungo registrato nella storia di quella economia. Nell'ultimo quinquennio il ritmo di crescita dell'attività produttiva si è innalzato in media al 3,8 per cento; oltre che per il notevole aumento della produttività del lavoro, 2,1 per cento annuo, contro 1,5 del decennio precedente, la fase attuale si caratterizza per l'incremento assai sostenuto degli investimenti, per la forte espansione dell'occupazione, per la bassa inflazione.

L'andamento favorevole dell'attività produttiva ha concorso, assieme alle misure strutturali di risanamento adottate nel 1993, alla correzione dello squilibrio nelle finanze pubbliche, in larga parte retaggio della politica fiscale espansiva attuata nella prima metà degli anni ottanta. Il saldo del bilancio federale è tornato in attivo per 69 miliardi di dollari nel 1998 e per 123 nel 1999. Il peso del debito pubblico sul prodotto si sta riducendo rapidamente; dovrebbe scendere al di sotto del 50 per cento nei prossimi anni.

L'inflazione è progressivamente diminuita; nel triennio 1997-99 quella al consumo si è mantenuta attorno al 2 per cento. La *core inflation* è rimasta sostanzialmente invariata, anch'essa al 2 per cento circa. I costi del lavoro per

unità di prodotto sono aumentati a un ritmo medio dell'1,8 per cento, contro il 4,6 negli anni ottanta. Nel settore manifatturiero, in particolare, i costi unitari del lavoro sono in flessione dal 1994, dell'1,5 per cento all'anno in media, riflettendo sia i forti incrementi della produttività sia il moderato andamento dei salari nominali.

All'origine del prolungato sviluppo dell'economia statunitense sta l'ampia diffusione di nuove tecnologie, in particolare di quelle informatiche.

Esse hanno condotto, nel settore industriale e in quello dei servizi, a un progressivo, rilevante aumento della produttività nelle singole imprese. Sono state riorganizzate le attività aziendali con guadagni di efficienza nell'utilizzo del lavoro e in quello degli impianti.

È stata fondamentale, in tale processo, la possibilità di impiegare la mano d'opera con criteri di elevata flessibilità.

La riorganizzazione si sta estendendo presumibilmente al sistema delle relazioni intersettoriali. Ne guadagna l'efficienza dell'economia, con un più elevato prodotto a parità di impiego di fattori produttivi.

La quota degli investimenti lordi privati rispetto al prodotto, che era diminuita di oltre 2 punti percentuali negli anni ottanta, fra il 1991 e il 1999 è salita di circa 6 punti, fino a superare il 18 per cento, il valore massimo dal dopoguerra.

La spesa per ricerca e sviluppo, strutturalmente più elevata di quella degli altri paesi, è cresciuta, tra il 1980 e il 1998, dal 2,4 al 2,8 per cento del prodotto interno lordo.

In base ai dati della contabilità nazionale disponibili, calcolati secondo la precedente metodologia che probabilmente sottostima la dimensione del fenomeno, negli anni novanta l'incremento medio degli investimenti del settore privato ha sfiorato il 6 per cento, valore più che doppio rispetto a quello registrato nel decennio precedente; gli investimenti in macchinari e in mezzi di trasporto sono cresciuti in media dell'8 per cento. All'interno di questo comparto, le spese per attrezzature informatiche hanno segnato un aumento medio annuo quasi del 20 per cento; la loro quota sul complesso degli investimenti privati sfiora il 30 per cento; era del 9 all'inizio degli anni ottanta, allorché prese avvio il profondo processo di ristrutturazione dell'economia.

Tra il 1991 e il 1996 la produttività totale dei fattori nel settore privato è aumentata in media dell'1,6 per cento, contro lo 0,7 negli anni ottanta. In quello manifatturiero l'incremento è stato ben più elevato, quasi del 6 per cento, contro il 2 negli anni ottanta; risulta, peraltro, concentrato nel comparto dei macchinari e dei mezzi di trasporto, dove la produttività totale dei fattori è cresciuta di oltre il 10 per cento.

Tale quadro, nel complesso altamente positivo per quanto riguarda la struttura produttiva, non è esente da elementi di fragilità. Il tasso di aumento della domanda interna continua a rimanere superiore allo sviluppo potenziale dell'economia. Il conseguente divario tra investimenti e risparmio ha condotto a un disavanzo della bilancia dei pagamenti correnti che nel 1999 ha superato i 300 miliardi di dollari, oltre il 3 per cento del prodotto interno lordo. Cresce il livello di indebitamento del settore privato.

L'economia del Giappone, dopo la bolla speculativa sui mercati finanziari all'inizio degli anni novanta, è entrata in una fase di prolungata stagnazione, culminata, nel 1998, nella più profonda recessione dal dopoguerra. Nel 1999 l'attività produttiva ha segnato un modesto recupero, soprattutto grazie

all'apporto di consistenti aumenti della spesa pubblica. La crescita media del prodotto è risultata nello scorso decennio pari all'1,6 per cento, contro il 3,9 registrato negli anni ottanta; l'incremento medio della produttività del lavoro è stato anch'esso assai contenuto.

Molteplici sono i fattori che hanno concorso al protrarsi della debolezza dell'attività produttiva: la crisi del sistema bancario e finanziario, conseguente al crollo dei corsi azionari e del prezzo delle abitazioni; l'iniziale incertezza con cui le politiche macroeconomiche, in particolare quella di bilancio, sono intervenute a sostenere l'economia; la considerevole rivalutazione dello yen nella prima metà del decennio; la difficoltà di mantenere la competitività con continui, elevati aumenti della produttività; la crescente concorrenza degli altri paesi asiatici, soprattutto nei settori di punta dell'economia giapponese.

L'insoddisfacente andamento degli investimenti segue la forte accelerazione registrata nella seconda metà degli anni ottanta: nel 1990 la quota degli investimenti rispetto al prodotto aveva raggiunto il 32 per cento. L'accumulazione si era concentrata in settori del comparto manifatturiero, entrati in crisi nel corso degli anni novanta.

La politica monetaria ha assunto nel corso del decennio un orientamento sempre più espansivo. Nel settembre del 1995 il tasso di sconto è stato portato allo 0,5 per cento; la banca centrale ha immesso abbondante liquidità anche per favorire il riequilibrio del sistema bancario. Le possibilità di azione della politica monetaria appaiono sostanzialmente esaurite.

Dal 1992 la politica di bilancio è stata orientata a dare sostegno all'attività produttiva. Nel 1990 il saldo del conto delle Amministrazioni pubbliche presentava un attivo consistente, pari a circa il 3 per cento del prodotto interno, anche come risultato dell'azione di risanamento intrapresa

nella seconda metà degli anni ottanta; esso è passato progressivamente a un disavanzo dell'8 per cento nel 1999. Nello stesso periodo il debito pubblico lordo è salito dal 61 al 107 per cento del prodotto interno.

Gli interventi espansivi attuati per importi via via più cospicui hanno soprattutto riguardato investimenti pubblici in infrastrutture. L'enorme sforzo compiuto dal bilancio pubblico non è stato ancora in grado di innescare una nuova fase di crescita della produzione sostenuta dalla domanda interna: l'aumento del disavanzo pubblico corrente è stato compensato in parte da un maggiore risparmio del settore privato; gli investimenti privati sono ancora in flessione.

Ma l'impulso impresso al ciclo economico dalla spesa pubblica ha evitato un avvitamento dell'economia, da cui sarebbero derivate conseguenze destabilizzanti per il sistema finanziario e per l'economia mondiale.

Il ridursi degli spazi sui mercati di sbocco e il progressivo assottigliarsi del rendimento sul capitale investito hanno costretto le imprese ad avviare un processo di ristrutturazione di vasta portata, volto a ridurre la capacità produttiva in eccesso e a riguadagnare redditività. Sebbene nel breve termine ciò comporti inevitabilmente elevati costi sociali, tale processo dovrebbe porre le basi per una maggiore crescita dell'economia negli anni a venire.

Nell'area dell'euro negli anni novanta il prodotto è cresciuto in media dell'1,6 per cento, seppure con differenze significative fra i principali paesi: l'Italia ha registrato il tasso di incremento più basso, poco al di sopra dell'1 per cento; in Spagna l'aumento è stato del 2,4 per cento; Germania e Francia si sono collocate in una posizione intermedia.

Nonostante il forte divario nel ritmo di crescita dell'attività produttiva rispetto alla gran parte degli altri paesi industriali e ai paesi emergenti, l'attivo della bilancia dei pagamenti correnti si ragguaglia a meno dell'1 per cento del prodotto; mette in risalto un problema di competitività dell'economia europea.

Il notevole calo dei tassi di interesse reali a lungo termine, favorito dal riequilibrio dei conti pubblici, la stabilità della moneta, la moderazione salariale non sono ancora riusciti a imprimere impulsi rilevanti all'attività di accumulazione di capitale. Rispetto al prodotto, la quota degli investimenti nell'area dell'euro è scesa in misura significativa nella prima parte degli anni novanta; solo dal 1997 si sono registrati segni di ripresa; nel 1999 è risultata di poco superiore al 21 per cento. In Germania la quota è stata in flessione graduale dal 1991 al 1998. Solo in Spagna, tra i maggiori paesi, la crescita degli investimenti dal 1994 ha nettamente sopravanzato quella del prodotto.

Negli anni novanta l'incremento medio degli investimenti del settore privato è stato inferiore all'1 per cento, contro il 2,2 del decennio precedente; in Francia la variazione è stata lievemente negativa, in Italia pressoché nulla. L'aumento degli investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto è stato nell'area solo dell'1 per cento, contro il 4 negli anni ottanta. La debolezza del processo di accumulazione ha riguardato tutti i comparti produttivi; è stata particolarmente accentuata in quello delle costruzioni e in alcuni settori manifatturieri. Nonostante la graduale ricomposizione dello stock di capitale a favore dei servizi, nei tre principali paesi dell'area dell'euro l'accumulazione è ancora concentrata nell'industria.

Il riequilibrio dei conti pubblici realizzato per rispettare i requisiti di convergenza richiesti dal Trattato di Maastricht è stato conseguito in parte attraverso inasprimenti della pressione fiscale; essa si colloca attualmente su

livelli nettamente superiori a quelli degli Stati Uniti e del Giappone. Vincoli di varia natura ostacolano un utilizzo flessibile dei fattori produttivi.

Oltre alla fermezza delle politiche monetarie, al calo dell'inflazione hanno concorso politiche dei redditi assai moderate, in parte connesse con il costante e significativo aumento del tasso di disoccupazione.

3. Instabilità finanziaria e tassi di cambio

L'integrazione dei mercati dei capitali a livello mondiale ha reso meno stringenti i vincoli alla crescita che derivano dalla disponibilità di fondi; questi vincoli erano particolarmente severi per i paesi in via di sviluppo.

La globalizzazione dei mercati, in assenza di informazioni esaurienti sull'impiego ultimo dei fondi e di strutture finanziarie efficienti, comporta un aumento dei rischi di instabilità. Negli anni più recenti l'abbondanza di liquidità internazionale ha favorito un finanziamento talora indiscriminato degli investimenti.

La percezione dello squilibrio tra rendimento atteso del capitale impiegato e costo del finanziamento può ingenerare dubbi sulla capacità di rimborsare i debiti contratti, dando luogo a pressioni sui cambi, a una repentina interruzione dei finanziamenti, a una caduta dell'attività produttiva e dell'occupazione. La crisi può divenire acuta se larga parte del debito estero dei residenti è a breve termine e denominata in valuta.

Il rischio sistemico è in qualche modo connaturato con la finanza globale. La possibilità di una rapida diffusione delle turbolenze finanziarie, tra paesi di

una stessa regione e anche al di fuori di essa, costituisce, per le sue implicazioni, una sfida per la comunità internazionale.

Un primo fattore di propagazione delle crisi è costituito dalla riduzione della domanda dei paesi direttamente colpiti.

Le turbolenze finanziarie si possono trasmettere anche per il tramite della ricomposizione dei portafogli degli investitori internazionali, soprattutto di quelli ad alto grado di indebitamento.

La crisi valutaria in un dato paese può indurre gli operatori a mutare le valutazioni circa le condizioni di altre economie, avviando un processo di riallocazione dei portafogli. Possono seguirne aumenti dei tassi di interesse e fughe di capitali, fino a provocare una caduta del valore esterno della moneta.

Nelle maggiori economie il tasso di cambio nel breve periodo è influenzato soprattutto dai differenziali nei tassi di interesse a breve termine.

Cruciali per la solidità del cambio sono l'orientamento e la credibilità delle politiche monetarie, di bilancio e dei redditi. Per il dollaro rilevano anche fattori legati al suo ruolo predominante di valuta di riserva internazionale.

Nel lungo periodo il valore esterno della moneta riflette le condizioni di fondo dell'economia: l'aumento della produttività; la capacità di competere sui mercati internazionali; la crescita potenziale dell'attività produttiva.

La relazione tra crescita dell'economia e credibilità delle politiche, da un lato, e solidità esterna della moneta, dall'altro, trova un sostanziale riscontro

nell'esperienza degli ultimi decenni; questo legame può tuttavia, a tratti e per alcune monete, risultare incerto.

La debolezza del dollaro negli anni settanta è stata particolarmente pronunciata dopo la sospensione della convertibilità. Nel decennio successivo i bruschi movimenti della moneta americana, in apprezzamento prima e in deprezzamento poi, appaiono in larga parte determinati dalla combinazione delle politiche economiche.

Con la svolta restrittiva nella politica monetaria alla fine degli anni settanta, cui si associava una politica di bilancio fortemente espansiva, l'innalzamento dei tassi di interesse consentiva di finanziare agevolmente i crescenti disavanzi delle partite correnti della bilancia dei pagamenti; determinava un fortissimo apprezzamento del dollaro, fino ai primi mesi del 1985.

Questo andamento non era sostenibile. Le autorità statunitensi ponevano in luce la necessità di un ridimensionamento del valore esterno della moneta. Si realizzava una netta inversione di tendenza, favorita dai mutamenti indotti nelle aspettative e da interventi concertati sul mercato dei cambi; nel medio periodo l'obiettivo veniva perseguito modificando la combinazione delle politiche: le condizioni monetarie divenivano meno restrittive; venivano ridotti i disavanzi pubblici.

I primi anni novanta sono stati caratterizzati da contenute fluttuazioni del dollaro; dopo il deprezzamento subito nel 1995 in connessione con la crisi del Messico, esso è tornato ad apprezzarsi. Il rafforzamento si è associato alla vigorosa crescita dell'economia statunitense, da anni nettamente superiore a quella degli altri principali paesi industriali. L'apprezzamento si è consolidato a

mano a mano che lo sviluppo dell'attività produttiva si rivelava di natura strutturale.

Il rilevante squilibrio nella bilancia dei pagamenti correnti ha trovato ancora agevole finanziamento nei cospicui afflussi di capitale, attratti da favorevoli prospettive di investimento; essi si sono ampliati in occasione delle crisi di paesi emergenti.

Tra il 1996 e il terzo trimestre dello scorso anno negli Stati Uniti sono affluiti capitali netti per circa 1.000 miliardi di dollari; i tre quarti hanno riguardato investimenti di portafoglio, in larga misura transitati per la piazza finanziaria di Londra. Nel biennio 1998-99 cospicui sono risultati i flussi di investimenti diretti, oltre 160 miliardi di dollari, più della metà effettuati da residenti nell'area dell'euro.

Lo yen ha mostrato una tendenza all'apprezzamento nel lungo periodo.

Fattori di fondo della forza della moneta giapponese sono stati certamente, negli anni settanta e ottanta, il basso tasso di inflazione e il sostenuto ritmo di crescita del prodotto, riconducibili al rilevante aumento della produttività. L'elevato tasso di risparmio si è tradotto sia in ampi flussi interni d'investimento produttivo sia in ingenti acquisizioni nette di attività, reali e finanziarie, sull'estero.

Nel 1999 le attività nette sull'estero detenute da operatori residenti in Giappone hanno toccato un valore pari a poco meno del 30 per cento del prodotto interno lordo.

Dal 1995, innescata dall'espansione monetaria, è iniziata una fase di deprezzamento dello yen protrattasi fino al 1998. Essa è da ricondurre alle difficoltà incontrate dal modello di sviluppo dell'economia giapponese. Dal 1992 si registra una significativa e continua perdita delle quote di mercato delle esportazioni. Il recente recupero della moneta giapponese è riconducibile ai progressi compiuti nel riavviare la ripresa economica e alle prospettive dischiuse dal processo di ristrutturazione dell'apparato produttivo.

L'apprezzamento del cambio effettivo del marco negli anni settanta e ottanta si ricollega alla elevata capacità di assorbire gli effetti degli shock petroliferi mostrata dall'economia tedesca. Grazie a politiche monetarie e di bilancio rigorose, l'impatto inflazionistico determinato dagli aumenti del prezzo del petrolio risultava contenuto rispetto a quelli prodottisi negli altri paesi; ne traeva beneficio la competitività della Germania, con cospicui avanzi nel conto corrente della bilancia dei pagamenti.

La combinazione delle politiche economiche è mutata per far fronte ai costi della riunificazione e al connesso rischio di inflazione. La politica di bilancio è divenuta espansiva; quella monetaria ancora più restrittiva, generando un innalzamento dei tassi di interesse e un forte apprezzamento del marco.

La composizione delle politiche è stata di nuovo modificata alla metà degli anni novanta; la gestione del bilancio si è fatta restrittiva per rispettare gli impegni stabiliti nel Trattato di Maastricht; la politica monetaria per far fronte al rallentamento dell'economia è divenuta espansiva. Dal 1995 il cambio del marco ha iniziato a deprezzarsi.

È questa l'intonazione delle politiche sostanzialmente ereditata dalla nuova moneta europea.

In Europa dalla fine del 1998 l'orientamento espansivo della politica monetaria è stato accentuato dal processo di convergenza dei tassi di interesse verso il livello più basso, prevalente nei paesi caratterizzati da più consolidata stabilità.

Il tasso di cambio dell'euro ha presentato un andamento flettente nei confronti del dollaro fino a luglio; da agosto ha mostrato una ripresa; si è nuovamente deprezzato dallo scorso novembre; attualmente si colloca intorno all'unità.

Fino all'estate scorsa il deprezzamento ha in parte riflesso il progressivo ampliarsi del differenziale di interesse a breve termine in dollari e in euro. Successivamente il legame con l'intonazione relativa delle politiche monetarie in Europa e negli Stati Uniti si è attenuato.

All'origine della debolezza della moneta europea rispetto al dollaro si ritrova la consapevolezza da parte degli operatori della maggior forza dell'economia statunitense. Quella europea, sebbene in ripresa, sembra frenata da carenze strutturali, che limitano il tasso di sviluppo e comprimono la domanda di euro sui mercati internazionali.

Ne è riprova il considerevole deflusso netto di capitali privati, sotto forma di investimenti diretti e di portafoglio; nel biennio 1998-99 questo è stato pari a oltre 300 miliardi di euro.

Nonostante i progressi recentemente compiuti, il tasso di disoccupazione rimane su valori elevati, più che doppi rispetto a quelli degli Stati Uniti. Si

rilevano carenze nell'assetto dei mercati e nelle loro modalità di funzionamento. Il mercato del lavoro è tuttora caratterizzato da rigidità che frenano l'espansione dell'occupazione.

Permangono considerevoli le dimensioni del bilancio pubblico e il livello della fiscalità.

4. I prezzi delle azioni

Dal 1995 i corsi azionari hanno registrato nei principali paesi una crescita eccezionale. Ponendo uguale a 100 l'indice del gennaio di quell'anno, i livelli raggiunti a dicembre del 1999 erano pari a 307 negli Stati Uniti, 305 in Francia, 258 in Germania e in Italia, 210 nel Regno Unito e 111 in Giappone.

Le quotazioni hanno segnato una temporanea forte riduzione, compresa fra il 12 per cento negli Stati Uniti e il 27 in Germania, in connessione con la crisi finanziaria dell'estate del 1998. Dall'autunno dello stesso anno la crescita è ripresa ancora più vigorosa, portando alla fine del 1999 i valori degli indici su massimi storici.

Nel 1999 la ripresa dei corsi ha interessato anche l'Asia, a seguito del miglioramento del quadro congiunturale e della riduzione dei tassi di interesse; in Corea, Indonesia e Thailandia i corsi hanno superato i valori precedenti lo scoppio della crisi. La crescita dei prezzi delle azioni è stata notevole anche in America latina; fa eccezione l'Argentina, che risente della recessione e della forte perdita di competitività registrata dall'inizio dello scorso anno.

L'andamento dei prezzi delle azioni e dei titoli a reddito fisso è da ricondurre anche all'abbondanza di liquidità a livello mondiale. Ne è derivato

nella generalità dei paesi industriali un mutamento del prezzo relativo dei beni di consumo rispetto alle attività reali e finanziarie.

Sembra trovare attuazione, a livello globale, un già teorizzato schema di trasmissione degli impulsi espansivi della politica monetaria: l'aumento della moneta e la riduzione dei tassi a breve termine si riflettono in una prima fase in un rialzo dei prezzi delle attività finanziarie e dei beni capitali.

Il minor costo del capitale favorisce quindi l'aumento della domanda effettiva, in primo luogo dei beni di investimento.

La conseguenza più vistosa della reperibilità sui mercati finanziari di capitali a basso costo, in atto da tempo, è costituita dall'ondata di fusioni e acquisizioni che ha interessato banche, istituti di assicurazione, imprese industriali e di servizi.

Il volume di operazioni di acquisizione e di fusione nel solo settore finanziario, pari a 60 miliardi di dollari nel 1993, si è decuplicato a distanza di un quinquennio.

Il diminuito costo dei finanziamenti ha favorito la ripresa della congiuntura mondiale, in atto dal 1999.

L'interrogativo che si pone con forza alle autorità di politica economica, in particolare a quelle monetarie, è fino a che punto l'aumento dei corsi azionari sia coerente con le condizioni di fondo delle economie.

Sulla base delle analisi correnti che tengono conto dei tassi di crescita potenziali delle economie, dei tassi di interesse reali a lungo termine e del premio per il rischio sembrerebbe che l'attuale livello dei corsi sia

sopravvalutato. Gli indicatori della redditività di impresa utilizzati nelle stime potrebbero però essere inferiori rispetto a quelli effettivi per almeno due ordini di motivi: la prassi aziendale, cui si fa ricorso negli Stati Uniti, diretta a remunerare il capitale attraverso il riacquisto di azioni proprie in luogo della distribuzione dei dividendi; la pratica contabile di includere nelle spese correnti l'acquisto di tecnologie immateriali. Le attuali quotazioni azionarie potrebbero trovare in parte spiegazione nell'abbassamento del premio per il rischio richiesto dai risparmiatori.

Gli Stati Uniti stanno vivendo una nuova fase di espansione, trainata dalle imprese operanti nei settori più avanzati, la cui valutazione di borsa è cresciuta in misura particolarmente sostenuta; il tasso potenziale di sviluppo dell'economia è stato rivisto al rialzo.

Si impongono con urgenza, in Europa e in Giappone, riforme strutturali volte a rimuovere i fattori che frenano la crescita. In molti paesi europei è indispensabile procedere verso una riduzione del carico fiscale complessivo, che impedisce al potenziale produttivo di realizzarsi pienamente.

Poiché l'azione deve essere necessariamente graduale, occorrono annunci credibili da parte dei Governi di interventi in questa direzione. Nel contempo bisogna porre mano alle riforme dal lato della spesa per impedire il ripresentarsi di disavanzi pubblici.

È necessario che le politiche economiche nei principali paesi impediscano l'aprirsi di un divario ampio tra i prezzi correnti delle azioni e quelli di equilibrio. Le tensioni inflazionistiche che traggono origine dall'economia internazionale non hanno avuto tuttora ripercussioni significative sul costo dei fattori interni. Occorre intervenire sui nodi strutturali per accrescere l'efficienza produttiva.

Il tempo si è fatto breve.

Sulla necessità di interventi incisivi sulla struttura delle economie europea e giapponese le analisi sono ampie e approfondite; il consenso è diffuso.

Occorre agire, per cogliere l'occasione favorevole, per evitare che l'opportunità dell'avvio di una nuova fase di sviluppo si traduca nel riaccendersi dell'inflazione a livello mondiale.

5. Le prospettive dell'economia globale e la condizione dell'Italia

La situazione dell'economia mondiale è caratterizzata da una espansione delle grandezze finanziarie che ha sopravanzato quella del prodotto valutato a prezzi correnti.

La curva dei rendimenti secondo la scadenza ha una pendenza positiva, non accentuata, negli Stati Uniti; segnala una dinamica attesa del reddito nominale non discosta da quella attuale. In Giappone la curva mostra un'analogia configurazione, ma a un livello molto basso dei tassi di interesse in termini nominali.

Nell'area dell'euro la curva è più ripida. Il tasso di interesse a tre mesi, attualmente intorno al 3,3 per cento, si porterebbe tra due anni al 5,4; il rendimento dei titoli decennali, pari al 4 per cento alla fine del 1998, si colloca oggi al 5,9 per cento.

È in atto una rilevante accelerazione del prodotto dell'area.

Negli undici paesi, le esportazioni nette di capitale, sotto forma di investimenti sia diretti sia di portafoglio, hanno superato nel 1999 l'attivo di parte corrente. La moneta europea ha perso in tredici mesi il 15 per cento del valore rispetto al dollaro e il 22 rispetto allo yen.

L'indebolimento del cambio non ha esercitato finora eccessive pressioni inflazionistiche; ha giovato in misura limitata alla ripresa del ciclo, in un'area relativamente chiusa nei confronti dell'estero.

La variazione del cambio incide sul valore relativo della ricchezza finanziaria. L'aumento delle quotazioni azionarie in Europa nel corso del 1999, pari al 40 per cento, si ridimensiona se espresso in dollari.

In un periodo di forte espansione delle operazioni di acquisizione e di fusione, le imprese europee sono sfavorite nelle valutazioni e più facilmente acquisibili.

Nel dicembre del 1999 la borsa italiana e quella tedesca risultavano apprezzate del 158 per cento rispetto a cinque anni prima; quella francese del 207; negli Stati Uniti l'indice azionario in cinque anni è aumentato del 205 per cento. Il dollaro nel quinquennio si è apprezzato del 19 per cento rispetto alla lira e del 26 e del 23 rispetto al marco e al franco francese.

Nei momenti di crisi l'economia americana si è confermata porto sicuro per gli investitori internazionali. Lo sviluppo della produttività e del reddito ha attratto considerevoli flussi finanziari dall'estero, che hanno ridotto il costo del capitale. Quella economia ha svolto un ruolo di motore per la crescita mondiale. La domanda di importazioni proveniente dagli Stati Uniti ha sostenuto la produzione nel resto del mondo.

L'analisi dei possibili sviluppi della finanza globale segnala la presenza di rischi non trascurabili per il sistema dei cambi e dei tassi di interesse. L'espansione monetaria in Giappone non si interromperà, presumibilmente, in maniera brusca. Una più sostenuta crescita in Europa contribuirà all'equilibrio dell'economia mondiale.

È necessario procedere nel rafforzamento del ruolo delle istituzioni internazionali, in primo luogo il Fondo monetario. Occorre affinare la capacità di prevedere le crisi, concentrando l'attenzione sugli squilibri macroeconomici e sui sistemi finanziari nei paesi a rischio.

Il Foro per la stabilità finanziaria sta predisponendo analisi che riguardano l'attività degli intermediari ad alto grado di indebitamento. Le attività e il credito concesso loro dalle banche dovranno essere costantemente monitorati. I mezzi amministrati da questi intermediari e dagli investitori istituzionali del mercato globale ammontano a circa 30 mila miliardi di dollari; spostamenti di questa massa possono influenzare profondamente la finanza anche di paesi di media dimensione.

La moneta unica in undici paesi europei ha contribuito alla stabilità finanziaria; ha riparato le singole economie dalle turbolenze dei mercati.

L'aumento della concorrenza, derivante dall'apertura e dalla globalizzazione dei mercati, rende più cogente il perseguimento della competitività a livello dell'area e di ogni paese.

Avevamo da tempo avvertito che l'adesione all'euro avrebbe posto in evidenza i ritardi del nostro sistema economico. Gli squilibri che in precedenza si manifestavano attraverso un innalzamento dei tassi di interesse e, in casi

estremi, con difficoltà del cambio, si riflettono ora, direttamente, sull'attività di investimento, sul reddito e sull'occupazione.

Il vantaggio comparato costituito dall'abbondanza di risparmio tende a perdere nel nuovo assetto gran parte del suo valore. Ciò che conta è la capacità di creare condizioni economiche che accrescano la redditività degli investimenti.

In Italia gli investimenti lordi sono cresciuti del 3,5 e del 3,8 per cento rispettivamente nel 1998 e nel 1999, in misura più ampia del prodotto aumentato dell'1,3 in ambedue gli anni. Lo sviluppo degli investimenti dovrebbe risultare maggiore nell'anno in corso.

Ma il risparmio continua a eccedere gli investimenti; viene in misura cospicua impiegato all'estero. Resta elevato il tasso di disoccupazione, anche nel confronto europeo. Basso è il livello di partecipazione della popolazione maschile e ancor più di quella femminile alle forze di lavoro. Il tasso di disoccupazione nel Mezzogiorno si aggira in media sul 22 per cento; tra i giovani compresi tra i 15 e i 24 anni la disoccupazione è del 57 per cento. Il dato rivela uno sperpero di risorse umane ed economiche.

I punti di debolezza del nostro sistema economico sono da tempo individuati.

Abnormi sacche di lavoro irregolare segnalano la non coerenza tra costo del lavoro e condizioni di economicità. L'elevatissimo numero di lavoratori autonomi e di piccole imprese fornisce elasticità al sistema, ma non permette intraprese di grande respiro, in grado di assicurare stabilità all'occupazione e allo sviluppo.

La flessibilità introdotta negli anni più recenti nei contratti di lavoro ha dato, con prontezza, i risultati sperati. Ne è derivata una maggiore occupazione, ma soprattutto dove essa era già più elevata; è una strada sulla quale è necessario proseguire, ricercando soluzioni normative appropriate.

Occorre procedere con decisione nella riduzione del carico fiscale anche nel medio periodo, al fine di innalzare la propensione all'investimento.

Il riequilibrio strutturale dei conti pubblici è stato ottenuto in misura più ampia che nelle altre economie europee attraverso un innalzamento della pressione fiscale complessiva. Essa è passata dal 39,5 del 1990 al 42,2 del 1995 e al 43,2 nel 1998; nel 1999 le entrate sono aumentate più del prodotto. Nella Legge finanziaria per quest'anno sono previsti opportuni interventi di riduzione.

Il livello della pressione fiscale non è meno alto nelle economie con le quali sono più intensi i nostri rapporti di scambio: 48,2 per cento in Francia e 42,5 in Germania. In questi paesi la qualità media dei servizi pubblici resi a fronte del prelievo fiscale è più elevata. Impegni solenni dei Governi per i prossimi tre-cinque anni puntano a una riduzione significativa del carico fiscale sulle famiglie e sulle imprese.

La competizione in Europa si farà più serrata su questo fronte.

Gioveranno, nel nostro Paese, i programmi avviati per aumentare efficacia ed efficienza nel settore pubblico. L'Amministrazione potrà diventare, da fattore di freno, elemento di propulsione della crescita. Vanno superate, a livello locale, le carenze progettuali che impediscono il pieno utilizzo dei fondi messi a disposizione dall'Unione europea e un più ampio ricorso al credito internazionale.

Sono già presenti in molte regioni del Mezzogiorno nuove e coraggiose iniziative imprenditoriali. Vanno protette e stimolate attraverso la predisposizione di adeguate infrastrutture e la garanzia di condizioni di sicurezza civile.

Il sistema bancario italiano era ancora all'inizio degli anni novanta caratterizzato da elevata frammentazione e inefficienza. Sotto l'impulso della Vigilanza è in atto una riorganizzazione, sospinta anche dalla concorrenza internazionale, che sta portando a un rafforzamento del sistema dal punto di vista dimensionale.

Il settore creditizio dovrà procedere con decisione nel miglioramento dell'efficienza e nella diminuzione dei costi per unità di prodotto lungo linee che abbiamo da tempo sollecitato. Sempre più attenta sarà l'azione della Vigilanza nel promuovere condizioni di concorrenza anche sui mercati locali.

Ma non si dà credito sano se l'economia non è sana. La remunerazione dei capitali investiti può nascere, a livello macroeconomico, soltanto da uno sviluppo vigoroso dell'economia.

È compito della Politica e delle parti sociali promuovere le condizioni più favorevoli per lo sviluppo economico e civile del Paese. L'accento va posto sui contenuti dell'azione pubblica.

Agli imprenditori si chiede attenzione alle innovazioni e alle possibilità, di enorme portata, aperte da un più pervasivo impiego dell'informatica.

È necessario, attraverso riforme di struttura che contengono l'inflazione e favoriscono la crescita, volgere la ripresa congiunturale in atto in una nuova fase di sviluppo.

Dobbiamo creare le condizioni per trasformare le potenzialità in attualità.

L'agire nell'oggi prepara il futuro, il benessere delle nuove generazioni.