

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PAVIA
Almo Collegio Borromeo

La moneta e il sistema globale

Lectio Magistralis di Antonio Fazio
Governatore della Banca d'Italia

Pavia, 4 marzo 2000

Sommario

	<i>pag.</i>
1. <i>Moneta e finanza globale negli anni novanta</i>	8
2. <i>Politica monetaria e prezzi delle attività finanziarie</i>	11
3. <i>Le quotazioni azionarie</i>	15
4. <i>La ripresa dell'economia mondiale e l'Italia</i>	20

L'ordine monetario di Bretton Woods è durato un quarto di secolo, dal 1946 al 1971: una lunga fase di crescita dell'economia mondiale.

Il sistema è divenuto tuttavia pienamente operativo solo nel 1958, con la convertibilità esterna delle maggiori valute europee. Nei primi anni sessanta le tensioni sul mercato dell'oro rivelavano già i primi segni della crisi che si sarebbe aggravata fino alla sospensione della convertibilità del dollaro in oro nel 1971.

L'ammontare delle riserve in dollari delle maggiori banche centrali, al cambio ufficiale di 35 dollari per oncia, superava ormai da tempo le riserve auree degli Stati Uniti; il 15 agosto di quell'anno veniva reciso il legame tra la moneta americana e il metallo.

Al venir meno dell'ancora aurea seguiva in gran parte dei paesi industriali un periodo di allentamento delle condizioni monetarie.

Salivano rapidamente, all'inizio degli anni settanta, i prezzi delle materie prime. L'ampia liquidità innescava una ripresa dell'inflazione a livello internazionale; in quel contesto, alla fine del 1973, scoppiava la crisi petrolifera che conduceva alla quadruplicazione dei prezzi in dollari del greggio.

In più paesi industriali l'inflazione si trasmetteva ai salari. In Germania e in Giappone gli effetti dell'aumento dei prezzi del petrolio venivano neutralizzati con politiche monetarie e salariali rigorose. La banca centrale tedesca evitava l'eccessivo deteriorarsi del potere di acquisto del marco, sia pure al costo di un forte rallentamento della produzione industriale.

In Italia la politica monetaria, in presenza di una espansione dei disavanzi pubblici, interveniva attraverso drastiche restrizioni creditizie, ripetutamente, nel 1974, nel 1977 e nei primi anni ottanta, al fine di contenere spinte salariali e inflazionistiche dirimpenti e il deprezzamento del cambio. Il timore di compromettere la crescita economica e il livello dell'occupazione suggeriva di moderare l'azione allorché l'aumento dei prezzi si riavvicinava a una sola cifra.

Alla fine del 1979 l'impostazione della politica monetaria negli Stati Uniti tornava a privilegiare il controllo della quantità di moneta; i tassi di interesse salivano a livelli mai toccati in precedenza. L'espansione del credito veniva limitata anche con misure amministrative.

Nei primi anni ottanta abbandonammo, in Italia, il ricorso al razionamento del credito, spostando l'accento sul controllo della base monetaria. Lo strumento non era stato mai trascurato nel corso del decennio precedente, ma veniva in qualche misura subordinato al controllo diretto del credito, al fine di limitare l'impatto sui tassi di interesse.

In Europa gli anni ottanta sono dominati dalla creazione del Sistema monetario, al quale la lira aderiva con un impegno di banda di fluttuazione più larga della norma, del 6 per cento al di sopra e al di sotto della parità.

L'adesione dell'Italia al Sistema fungeva da ancora per la progressiva disinflazione, ma non evitava, in assenza di coerenti politiche di risanamento dei conti pubblici e di moderazione dei costi del lavoro, successivi riallineamenti del cambio fino al 1987.

In quel decennio l'economia italiana subiva gli effetti di un progressivo apprezzamento del cambio reale; il saldo delle partite correnti, ritornato in attivo alla fine degli anni settanta, diveniva di nuovo negativo. La sostenuta domanda interna e la perdita di competitività determinavano un accumulo del debito estero, che nel 1992 raggiungeva l'11 per cento del prodotto interno lordo.

Nello stesso decennio procedeva la liberalizzazione, nei più importanti paesi, dei movimenti di capitale anche a breve termine. Essa veniva completata in Italia nel 1990, insieme con l'adesione alla banda stretta del Sistema monetario europeo.

Nei primi anni novanta riprendevano le iniziative per la creazione di un'area monetaria unica in Europa. Il processo subiva una battuta d'arresto con la crisi del sistema dei cambi culminata nel settembre del 1992 con la caduta della sterlina e della lira.

La crisi finanziaria nell'autunno di quell'anno veniva scongiurata nel nostro mercato spingendo i tassi sui Buoni del Tesoro trimestrali al di sopra del 18 per cento; i rendimenti dei titoli decennali salivano al 15 per cento. La limitazione dell'espansione creditizia, attuata da tutte le maggiori banche su invito della Banca d'Italia, contribuiva a evitare una nuova ondata inflazionistica. Concorreva a contenere l'inflazione l'accordo sul costo del lavoro del luglio del 1993, promosso dal Governo Ciampi.

Nel maggio di quell'anno il tasso di cambio della lira era svalutato del 20 per cento rispetto alla precedente parità centrale; in termini reali veniva recuperato il livello di competitività dei primi anni ottanta.

Iniziava una progressiva riduzione dei tassi di interesse ufficiali dai livelli particolarmente elevati raggiunti in occasione della crisi del cambio.

La fase di distensione monetaria in Europa, dopo la nuova crisi del sistema monetario dell'agosto del 1993, permetteva anche all'Italia di continuare nella riduzione dei tassi di interesse, mantenendo tuttavia un significativo differenziale rispetto alla Germania e alla Francia.

Nella seconda metà del 1994 l'instabilità politica interna e l'andamento dei mercati internazionali creavano nuove tensioni nel nostro sistema finanziario. Si profilavano pressioni inflazionistiche. Iniziava una nuova fase di restrizione creditizia; aumentammo in agosto il tasso di sconto e quello sulle anticipazioni.

Nella primavera del 1995 alla perdita di valore del dollaro e di importanti valute europee, tra cui la lira, corrispondevano un apprezzamento del marco e del franco francese e una impennata del valore della moneta giapponese.

In Italia le misure di contenimento del disavanzo pubblico attuate dal Governo Dini frenavano i deflussi di capitali, ma il deprezzamento del cambio rischiava di alimentare l'inflazione. Accentuammo la restrizione monetaria; aumentavano ancora i tassi ufficiali in febbraio e in maggio. Le aspettative di inflazione, in fase di progressivo peggioramento dall'estate del 1994, venivano piegate per la prima volta nel giugno del 1995.

Nella riunione di aprile del Gruppo dei Sette, a Washington, era apparso impraticabile un ulteriore aumento dei tassi di interesse sul dollaro, al fine di evitare l'aggravarsi della crisi scoppiata in Messico e il suo estendersi ad altri paesi dell'America latina. Si decise, sia pure senza un esplicito annuncio, di correggere lo squilibrio tra valute deboli, in primo luogo il dollaro, e valute forti, in particolare lo yen, attraverso una ulteriore espansione monetaria in Giappone. I provvedimenti, integrati da massicci interventi sul mercato dei cambi, risultarono efficaci per avviare il riequilibrio fra le principali monete.

Grazie alla drastica restrizione monetaria, che avrebbe ridotto, per due anni, in prossimità dello zero l'espansione della moneta in Italia, anche la lira tornava ad apprezzarsi progressivamente.

Iniziava sul mercato internazionale una fase di abbondante creazione di liquidità. Questa non riaccendeva l'inflazione per la perdurante debolezza della domanda mondiale e per il connesso favorevole andamento dei prezzi delle materie prime; essa cominciava tuttavia a riflettersi sui tassi di interesse a lungo termine e sui corsi dei titoli azionari.

1. *Moneta e finanza globale negli anni novanta*

Nel corso degli anni novanta, in regime di libera circolazione dei capitali, i progressi tecnologici nel campo delle telecomunicazioni e l'innovazione finanziaria davano impulso alla formazione di un mercato unico delle monete e della finanza.

Il mercato globale consente di canalizzare il risparmio verso i paesi dove più favorevoli sono le opportunità di investimento; ne discendono una allocazione efficiente delle risorse disponibili e un impulso all'accumulazione di capitale produttivo, con effetti positivi sulla crescita. Ma la finanza globale può divenire fonte di instabilità, contribuendo alla trasmissione delle turbolenze; la dissociazione tra i

centri di formazione e quelli di utilizzo del risparmio accresce le difficoltà di valutazione dei progetti di investimento.

Nelle dieci maggiori economie industriali tra il 1985 e il 1998 la consistenza delle obbligazioni pubbliche e private è aumentata dal 90 al 130 per cento del prodotto; la capitalizzazione delle borse è passata dal 30 per cento del prodotto nel 1985 al 120 nel 1999. Assai più rapida è stata nell'ultimo decennio la diffusione degli strumenti derivati, sospinta dall'espansione del commercio internazionale, dalla diversificazione dei portafogli finanziari e dalla elevata volatilità dei valori mobiliari e dei cambi. Tra il 1990 e il 1997 il valore nozionale dei derivati quotati in borsa è salito dal 35 al 200 per cento del prodotto.

L'accresciuta integrazione tra i mercati nazionali è riflessa nella maggiore sincronia dei movimenti dei tassi nominali a lungo termine: negli ultimi trent'anni la correlazione tra i rendimenti nei paesi del Gruppo dei Sette, pur con oscillazioni di breve periodo, si è fatta progressivamente più stretta. Anche l'andamento dei tassi reali a lungo termine, calcolati deflazionando i rendimenti con l'aumento dei prezzi al consumo, ha teso a uniformarsi tra le maggiori economie.

Il tasso di inflazione nei paesi industriali si era ridotto al 6 per cento negli anni ottanta, da valori dell'ordine dell'8 negli anni settanta. Negli anni novanta è ulteriormente diminuito, al 3 per cento.

In gran parte dello scorso decennio il rapporto tra stock di moneta e reddito nominale è rimasto pressoché costante. Dal 1998 è tornato a crescere; pur essendo in parte riconducibile alla riduzione del costo opportunità della moneta, tale andamento è indice di abbondante liquidità.

In Giappone l'espansione monetaria avviata nel 1995 si è fatta più intensa dal 1997; piuttosto che stimolare la domanda interna si è tradotta principalmente in deflussi di capitali. L'abbondante liquidità, riversatasi in buona parte nei paesi emergenti, ha ritardato la correzione degli squilibri che avrebbero poi portato alla crisi asiatica. In connessione con la crisi, volumi ingenti di fondi si sono diretti verso

gli Stati Uniti, attratti dalla redditività degli investimenti e dall'efficienza dei mercati borsistici; ne è derivata una spinta ulteriore al rialzo dei prezzi azionari.

I tassi reali a breve termine da valori superiori al 4 per cento nei primi anni novanta sono scesi intorno al 3 a metà del decennio. Dalla fine dello scorso anno si sono ancora ridotti; attualmente si collocano sul 2 per cento.

I rendimenti reali a lungo termine sono diminuiti in misura più contenuta, passando dal 4 per cento all'inizio del decennio a valori di poco superiori al 3 nella media degli ultimi due anni. A frenare il calo hanno contribuito la elevata redditività degli investimenti produttivi negli Stati Uniti e, fino al 1997, nei paesi emergenti, nonché la crescente rischiosità degli investimenti finanziari nel nuovo contesto macroeconomico.

Nella seconda metà degli anni novanta il progressivo aumento dei corsi azionari ha dato luogo nelle maggiori economie a una generalizzata riduzione del costo del capitale.

La forte rilevanza dei fattori finanziari rispetto a quelli reali conferisce alla crescita della liquidità internazionale una sorta di "autoreferenzialità": l'espansione procede in assenza di un collegamento stretto con l'economia reale.

L'ampia disponibilità di mezzi finanziari alimenta la crescita dei prestiti che, in presenza di comportamenti poco accorti degli intermediari e di controlli inadeguati, oltre a peggiorare la qualità del credito, può condurre alla formazione di posizioni speculative.

L'esperienza di questi anni evidenzia il rischio intrinseco di instabilità che discende dalla configurazione del sistema finanziario; sottolinea ancora una volta l'esigenza di una forma di governo della finanza globale.

2. *Politica monetaria e prezzi delle attività finanziarie*

Negli ultimi anni l'espansione della liquidità internazionale non si è associata nei maggiori paesi a un rialzo dell'inflazione al consumo, ma a un rapido e prolungato aumento dei prezzi delle attività finanziarie e, in misura minore, di quelle immobiliari. Questi andamenti riflettono favorevoli condizioni nell'offerta di beni e servizi negli Stati Uniti; in Europa, l'intonazione restrittiva delle politiche di bilancio e dei redditi.

Gli sviluppi in atto inducono a una riflessione sull'efficacia e sugli obiettivi della politica monetaria nel nuovo contesto globale, in particolare sull'importanza che le banche centrali debbono attribuire alla dinamica dei prezzi delle attività finanziarie e reali, soprattutto nel caso in cui questa non trovi solido fondamento nell'evoluzione delle variabili macroeconomiche.

La misura dell'inflazione più appropriata per l'azione monetaria è oggetto di dibattito.

Una determinata attività reale o finanziaria conferisce la possibilità di ricevere pagamenti o servizi futuri; il suo prezzo esprime il valore attuale del consumo futuro che essa permette. Alcuni hanno sostenuto che la misura dell'inflazione presa a riferimento dell'azione monetaria debba includere l'aumento dei prezzi delle attività finanziarie e reali, oltre che dei beni di consumo corrente. Secondo questa tesi la banca centrale dovrebbe avere come obiettivo una media ponderata dei prezzi dei beni di consumo corrente e futuro.

La politica monetaria può stabilizzare il valore del numerario, ma non può influire sul prezzo relativo del consumo corrente rispetto a quello futuro. L'utilizzo di un paniere esteso alle attività finanziarie potrebbe consentire di controllarne i prezzi, ma al costo di fluttuazioni indesiderate dei prezzi al consumo e dell'attività economica.

Una strategia monetaria fondata su un indice esteso, mirante a stabilizzare il potere d'acquisto della moneta in un orizzonte di lungo termine, risulterebbe di difficile attuazione anche per motivi di ordine pratico.

In primo luogo l'azione di stabilizzazione di un indice comprensivo del consumo futuro sarebbe efficace nell'ipotesi astratta in cui i consumatori fossero in grado di determinare con precisione la domanda di beni presente e quella futura.

La dinamica dei corsi borsistici è influenzata nel breve e nel medio periodo da fattori erratici. Risulta assai arduo valutare correttamente gli stessi corsi, anche in relazione alle difficoltà di individuare l'effettiva redditività delle azioni. Gli investitori possono essere remunerati dall'azienda attraverso il riacquisto di azioni proprie, invece che mediante la distribuzione di dividendi. Le pratiche contabili consentono di includere tra i costi d'esercizio le spese per l'acquisto di tecnologie immateriali. Elevata è l'aleatorietà delle stime relative al premio richiesto dai risparmiatori per detenere titoli azionari.

I prezzi delle attività reali e finanziarie possono fornire indicazioni sull'andamento futuro di variabili chiave per la conduzione della politica monetaria: in primo luogo l'inflazione, ma anche i consumi.

Secondo analisi riguardanti alcuni dei principali paesi industriali, i prezzi delle attività reali e finanziarie sembrano possedere una qualche capacità di anticipare l'evoluzione del tasso di inflazione; il legame appare tuttavia incerto e mutevole sia nel corso del tempo sia tra i vari paesi.

La mancanza di solidi riscontri empirici circa la relazione tra evoluzione dei corsi azionari e inflazione futura è stata rilevata anche per l'Italia da un'analisi condotta dal Servizio Studi con riferimento agli anni ottanta e novanta.

L'esperienza recente fornisce esempi di rilievo in cui la dinamica dei valori delle attività finanziarie e reali ha influenzato, in misura significativa, l'evoluzione della domanda di beni di consumo. Tra la seconda metà degli anni ottanta e la prima

parte degli anni novanta alcuni paesi, tra i quali il Regno Unito, la Svezia e la Finlandia, hanno sperimentato fasi in cui alla rapida espansione dei prezzi delle azioni e delle proprietà immobiliari è corrisposta una crescita sostenuta della spesa e dell'indebitamento delle famiglie; con la caduta dei prezzi delle attività, la brusca contrazione dei consumi si è associata a un significativo rallentamento dell'economia.

L'espansione dei mercati mobiliari, assai rapida anche in sistemi tradizionalmente caratterizzati dalla prevalenza degli intermediari creditizi, la diffusione del possesso azionario derivante dallo sviluppo degli investitori istituzionali, il progressivo passaggio in molti paesi a sistemi previdenziali basati sulla capitalizzazione potrebbero accrescere in misura notevole l'impatto di una variazione delle quotazioni di borsa sulla spesa.

Negli Stati Uniti la forte riduzione della propensione al risparmio è stata posta in connessione con la tendenza a includere i guadagni in conto capitale anche non realizzati tra le fonti di reddito. Analisi recenti quantificano per quell'economia, per ogni dollaro di aumento della ricchezza azionaria, un impatto sulla spesa per consumi di 3-4 centesimi; l'effetto di lungo periodo sarebbe notevolmente più elevato.

Le informazioni provenienti dalla dinamica dei prezzi delle attività reali e finanziarie e le conseguenze che essa può determinare sulla produzione vanno valutate tenendo conto del quadro macroeconomico, della fase ciclica, della generale impostazione della politica economica.

L'esperienza di molti paesi ha posto in luce che le fluttuazioni dei valori mobiliari e immobiliari possono ripercuotersi sulla solidità degli intermediari, in particolare le banche, fino a minare la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso.

Lo stretto legame tra le oscillazioni del valore delle attività e la solidità del sistema bancario è apparso evidente in occasione delle recenti difficoltà delle banche in Corea e nel Sud-est asiatico e, negli anni ottanta, della crisi delle Savings and Loan statunitensi.

L'esempio più rilevante è certamente quello del Giappone. Tra la fine del 1985 e l'inizio del 1987 la Banca del Giappone aveva dimezzato il tasso di sconto, al 2,5 per cento, mantenendolo poi invariato per due anni, in una fase di forte crescita economica; nel quadriennio l'incidenza della capitalizzazione di borsa sul prodotto interno era quasi triplicata, raggiungendo il 130 per cento; i prezzi degli immobili erano anch'essi aumentati di quasi tre volte. Dalla primavera del 1989, a fronte di questa evoluzione e di una crescita sostenuta del prodotto interno, la banca centrale avviava una restrizione monetaria che conduceva a un aumento del tasso di sconto di 3,5 punti percentuali, al 6 per cento, nel giro di poco più di un anno.

La stretta provocava lo scoppio della bolla speculativa, con gravi ripercussioni sugli attivi bancari: i prezzi delle azioni giapponesi diminuivano del 36 per cento tra la metà del 1989 e la fine del 1991; la discesa dei prezzi degli immobili, ancorché più graduale, risultava di dimensioni comparabili. La redditività media del capitale delle banche, del 10 per cento nel 1988, diveniva negativa e pari al 20 per cento nel 1997.

La stabilità finanziaria è un requisito essenziale per la stabilità macroeconomica. Richiede un sistema bancario caratterizzato da efficienza e redditività, dotato di una base patrimoniale in grado di assorbire i contraccolpi delle fluttuazioni dell'attività economica.

Di importanza fondamentale rimangono i controlli della Vigilanza, volti a evitare una eccessiva concentrazione dei rischi e a garantire il rispetto delle norme a presidio della separatezza tra industria e banca, della sana e prudente gestione.

3. Le quotazioni azionarie

Dalla seconda metà degli anni novanta i prezzi dei titoli azionari sono in progressivo aumento su tutti i principali mercati europei e negli Stati Uniti.

Fatti uguali a 100 i valori degli indici di borsa all'inizio del 1995, lo Standard & Poor's 500 era pari a 268 alla fine del 1998 e a 320 alla fine del 1999. In Italia l'indice di borsa, ancora pari a 166 nel 1997, è salito a 233 nel 1998 e a 285 alla fine del 1999.

In Francia e in Germania gli indici fino al 1997 hanno registrato un incremento intermedio tra quello degli Stati Uniti e quello dell'Italia; nel 1999 sono ancora cresciuti, rispettivamente a 317 in Francia e a 277 in Germania.

A questa crescita, costante e prolungata, dei corsi azionari hanno contribuito la lunga fase di inflazione contenuta, i tassi di interesse reali a lungo termine tendenzialmente discendenti, l'evoluzione particolarmente favorevole dell'economia degli Stati Uniti.

La crescita dell'economia europea è stata più incerta, risentendo della crisi dei paesi asiatici nel 1997 e di quella russa nell'anno successivo. Tuttavia sono stati ugualmente elevati, in tutto il periodo, i margini di profitto; inoltre nel corso degli ultimi dodici mesi sono state costantemente orientate al rialzo le aspettative delle imprese sull'attività produttiva.

La tendenza dei prezzi delle azioni può essere meglio analizzata facendo riferimento all'andamento del rapporto tra capitalizzazione e utili, il cosiddetto *price-earnings ratio*.

Nei principali mercati, con l'esclusione del Giappone, pur dopo ampie fluttuazioni e cicli della durata di quattro o cinque anni, nella prima metà degli anni novanta il rapporto *price-earnings* risultava di poco superiore ai valori della metà

degli anni settanta. La dinamica dei corsi aveva in sostanza sopravanzato solo di poco l'aumento degli utili.

Nella seconda metà degli anni novanta si registra una crescita esponenziale del rapporto; si osservano ancora oscillazioni, accentuate nel mercato statunitense e in quello italiano.

Alla fine del 1994 il rapporto era pari a 18 in Germania, a 13 in Francia, a 19 in Italia. Negli Stati Uniti esso si collocava intorno a 17, leggermente al di sopra della media di lungo periodo; due anni dopo, alla fine del 1996, aveva raggiunto circa 21.

Nel 1997, anche in conseguenza degli afflussi di capitale provenienti dalle aree in crisi, il rapporto *price-earnings* continuava ad aumentare negli Stati Uniti; iniziava a crescere anche nei paesi europei.

L'incremento del rapporto tra capitalizzazione e utili si è fatto, in tutti i mercati, più rapido nel corso del 1998; l'ampia caduta registrata in autunno in relazione alla crisi russa è stata recuperata nell'ultima parte dell'anno.

Nel 1999, dopo un andamento crescente ma incerto nei primi nove mesi, il rapporto ha avuto un'accelerazione notevole in Francia, in Germania e in Italia; nel gennaio di quest'anno ha raggiunto un valore intorno a 27 in Germania e a 24 in Francia; in Italia si è situato intorno a 29, come negli Stati Uniti.

Tali valori equivalgono a un tasso di rendimento reale dell'investimento azionario tra il 3 e il 4 per cento, non discosto da quello dei titoli obbligazionari. Nei decenni trascorsi, tra le due forme di investimento è sempre risultato un notevole divario.

In Giappone, riflettendo le peculiarità di quell'economia, il rapporto era intorno a 56 nella seconda metà degli anni ottanta; nella prima metà degli anni novanta, in conseguenza delle ricordate difficoltà, è disceso intorno a 49, per poi risalire, tra ampie oscillazioni, a circa 67 alla fine del 1994 e a 80 nei primi mesi di quest'anno.

Un giudizio sull'andamento dei corsi azionari può essere espresso facendo riferimento alla relazione che lega il valore di un bene capitale al suo rendimento nel corso del tempo:

$$p = \frac{D}{r + s - g}$$

- dove: p è il prezzo del bene capitale;
 D è il dividendo cui dà diritto il possesso del bene capitale;
 r è il tasso di interesse reale a lungo termine;
 s è il premio per il fattore di rischio, espresso in termini di maggiorazione del tasso di interesse reale;
 g è il saggio di incremento in termini reali atteso per il dividendo nel lungo periodo.

Il rapporto tra dividendi e prezzi dovrebbe quindi risultare uguale alla differenza tra il tasso di interesse reale, maggiorato del premio al rischio, e l'aumento previsto dei dividendi in termini reali.

Nel quinquennio 1995-99 il rapporto tra dividendi e prezzi mostra in tutti i principali mercati, con l'eccezione del Giappone e dell'Italia, una netta tendenza discendente. Negli Stati Uniti il rapporto è passato dal 2,9 per cento all'inizio del 1995 all'1,2 alla fine del 1999; in Francia, dal 3,1 all'1,8 per cento.

In Italia il rapporto ha avuto un andamento irregolare, con una brusca riduzione alla fine del 1999 e nell'anno in corso.

Il tasso di rendimento reale atteso dei titoli obbligazionari a lungo termine oscilla attualmente per Italia, Francia, Germania, Regno Unito e Stati Uniti tra il 2,9 e il 3,7 per cento. Con riferimento a un congruo numero di anni a venire possiamo preliminarmente assumere che il tasso di aumento dei dividendi per l'intero mercato

sia approssimato dalla crescita attesa dagli analisti per il prodotto interno lordo; quest'ultima per il prossimo decennio oscilla per gli stessi paesi tra il 2,2 e il 2,7 per cento.

Sulla base di questi valori, e dell'ipotesi che il tasso reale maggiorato del premio per il rischio sia sempre superiore all'aumento atteso dei dividendi reali, il livello attuale degli indici delle quotazioni azionarie è coerente con un premio per il rischio, compreso tra 0 e 1,5 punti percentuali, nettamente inferiore rispetto al passato.

Nell'esperienza pluridecennale dei principali mercati, il premio richiesto per l'investimento in azioni rispetto ai titoli privi di rischio ha assunto valori dell'ordine di 5-6 punti percentuali.

Il valore dell'indice Standard & Poor's, sulla base degli attuali dividendi e con un fattore di rischio posto pari a 6 punti percentuali, in linea con quello storicamente osservato in media per il complesso dei titoli, è coerente con una crescita in termini reali dei dividendi dell'ordine dell'8 per cento annuo nel lungo periodo. L'aumento medio dei dividendi nominali rilevato negli Stati Uniti per gli ultimi cinquant'anni è pari al 5,2 per cento.

Il rialzo dei corsi è stato particolarmente intenso per i titoli rappresentativi di investimenti in settori a elevata tecnologia. Per l'indice Nasdaq 100, caratterizzato da un'alta incidenza di titoli di questo tipo, le attuali quotazioni sarebbero coerenti con una crescita media annua dei dividendi in termini reali di poco inferiore al 10 per cento. Per l'indice Dow Jones Euro Stoxx la coerenza si ottiene con una espansione dei dividendi reali compresa tra l'8 e il 9 per cento annuo.

Secondo valutazioni di operatori specializzati, nel quinquennio 1999-2003 la crescita media annua degli utili societari per le aziende comprese nell'indice Standard & Poor's sarebbe del 18 per cento, in termini nominali. Per le imprese incluse nell'indice Nasdaq la crescita dei profitti attesa dagli operatori sarebbe del 31 per cento annuo.

Va tuttavia sottolineato che queste valutazioni, oltre a essere espresse in termini nominali anziché reali, sono riferite a un arco di tempo relativamente limitato e sono caratterizzate da una notevole dispersione tra le varie aziende.

Per i titoli dei comparti ad alta tecnologia facenti parte dell'indice Euro Stoxx la crescita attesa per il prossimo quinquennio è dell'ordine del 20 per cento annuo; anche in questo caso le aspettative presentano una elevata varianza.

La situazione di abbondanza di liquidità dell'economia internazionale in un contesto di inflazione stabile ha spinto la composizione dei portafogli verso una più alta percentuale di titoli azionari.

I dati ora esposti suggeriscono nel complesso una percezione del rischio da parte degli operatori inferiore rispetto all'esperienza passata. Alla riduzione del rischio possono aver contribuito l'aumento della liquidità dei mercati azionari e l'espansione dell'attività degli investitori istituzionali.

Per le borse nel loro insieme, il livello dei corsi può essere in parte spiegato dalle attese degli investitori di una crescita dei profitti societari nettamente superiore a quella del prodotto interno lordo; ciò in relazione anche alle particolari situazioni di imprese coinvolte in processi di ristrutturazione societaria o interessate da piani di investimento e di espansione di ampia portata. In una fase di elevato dinamismo dell'economia e della finanza la quota di tali aziende può divenire rilevante.

Per i titoli di imprese che operano in settori a tecnologia avanzata le valutazioni dell'aumento annuo dei dividendi, particolarmente elevate, possono trovare riscontro nelle favorevoli prospettive di sviluppo. Va però osservato che proprio in tali settori, in relazione al carattere innovativo delle attività svolte, le incertezze sulla futura evoluzione degli utili risultano elevate presso gli stessi investitori.

4. *La ripresa dell'economia mondiale e l'Italia*

L'espansione monetaria a livello globale nella seconda metà degli anni novanta ha inizio con la forte riduzione dei tassi di interesse in Giappone nella primavera del 1995, volta a far fronte, dopo la crisi messicana, alla caduta del valore del dollaro e di altre monete e all'eccessivo rafforzamento dello yen.

L'elevata liquidità in Giappone, non trovando assorbimento all'interno, si riversava sui mercati internazionali; sospingeva la quotazione del dollaro, nonostante l'incremento dell'offerta di strumenti stilati in quella moneta, derivante dal disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. L'ingente accumulo di attività sull'estero del Giappone sosteneva la fiducia degli investitori, contenendo il deprezzamento dello yen.

La politica monetaria nell'area dell'euro, già nel 1998 e ancora l'anno scorso, è stata caratterizzata da un'ampia offerta di liquidità, che è in parte defluita verso il resto del mondo sotto forma di investimenti finanziari.

La fase di espansione della liquidità internazionale è coincisa, soprattutto negli anni più recenti, con una congiuntura relativamente debole a livello mondiale, con politiche di bilancio tendenzialmente restrittive in Europa e negli Stati Uniti, con la moderazione salariale nei paesi industriali. Questi fattori hanno impedito all'aumento della liquidità di riflettersi sui prezzi della produzione corrente; rilevante è stato invece l'aumento dei valori mobiliari.

La sincronia nei movimenti dei corsi dei titoli nei principali mercati rivela un'azione di ottimizzazione dei portafogli su scala mondiale. L'ammontare dei fondi gestiti dagli intermediari globali, escludendo le banche, è dell'ordine di 30 mila miliardi di dollari.

Uno schema analitico teorizzato da Tobin alla fine degli anni sessanta con riferimento a un'economia chiusa, coerente con la visione da lui già sviluppata circa il ruolo della moneta e del credito in un sistema di equilibrio generale, esamina gli

effetti che l'offerta di base monetaria e di moneta induce in primo luogo sui valori mobiliari e sui prezzi dei beni capitali.

L'aumento del valore di mercato dei capitali fisici genera un divario rispetto al costo della loro produzione, facendone crescere l'offerta. La riduzione del costo del capitale rispetto alla sua efficienza marginale accresce la domanda per investimenti.

Negli Stati Uniti gli investimenti, già in rapida espansione, sono stati sospinti dal forte afflusso di capitali verso quel mercato. Gli investimenti si sono concentrati nei settori ad alta tecnologia; i diffusi incrementi della produttività hanno contenuto i costi, limitato l'inflazione e contribuito alla crescita delle quotazioni azionarie.

L'aumento della ricchezza finanziaria ha ulteriormente accresciuto la domanda per consumi e rafforzato lo sviluppo dell'economia e dell'occupazione.

In Europa la ripresa è stata stimolata nel 1999 dall'aumento della domanda proveniente dai paesi asiatici, in forte crescita dopo la battuta d'arresto nel 1998. Un andamento sostenuto presenta anche la domanda per investimenti.

Gli orientamenti decisamente espansivi delle politiche monetarie e di bilancio hanno evitato in Giappone una involuzione deflazionistica, che avrebbe compromesso la crescita dell'intera economia mondiale.

Permangono incertezze sull'andamento dell'economia di importanti paesi dell'area latino-americana.

La ripresa in atto a livello mondiale dalla metà del 1999 è in parte connessa con l'ampia disponibilità e il basso costo dei finanziamenti. Essa si è però riflessa sui prezzi delle materie prime e del petrolio. Ne sono derivate soprattutto in Europa, dove limitata è la crescita della produttività, spinte sul livello dell'inflazione.

L'incremento dei tassi ufficiali di 25 punti base, deciso in febbraio dall'Eurosistema, era volto a evitare, in un'ottica di medio termine, il superamento della soglia del 2 per cento annuo di aumento dei prezzi al consumo.

In Europa i tassi di rendimento dei titoli pubblici decennali hanno raggiunto nello scorso anno valori compresi tra il 5,5 e il 5,8 per cento. La curva dei rendimenti secondo la scadenza rimane rapidamente ascendente.

In Italia il 1999 si è chiuso con un aumento del prodotto interno lordo dell'1,4 per cento rispetto all'anno precedente. La produzione industriale, che era diminuita fino a maggio, ha presentato da giugno un rapido incremento, tipico delle prime fasi di ripresa del ciclo.

L'inflazione al consumo, sulla quale avevamo richiamato l'attenzione in ottobre, è aumentata dalla seconda metà dello scorso anno. Il tasso medio di incremento dei prezzi al consumo nel 1999 è stato dell'1,7 per cento. L'accelerazione dei prezzi è per gran parte il riflesso dell'aumento delle quotazioni in dollari del petrolio e della debolezza dell'euro. Nell'ipotesi che i tassi di incremento mensili scendano nel corso della seconda metà dell'anno, in connessione con il realizzarsi della riduzione attesa dei prezzi petroliferi, l'inflazione al consumo nel 2000 sarà del 2,2 per cento.

Permane un significativo differenziale rispetto alla Francia e alla Germania, che assorbono circa il 40 per cento del nostro interscambio commerciale.

Pesano sulla nostra economia nodi strutturali in termini di efficienza produttiva e di flessibilità del mercato del lavoro.

L'aumento del prodotto interno nell'anno 2000 dovrebbe situarsi in prossimità del 2,5 per cento, valore nettamente superiore all'incremento dello scorso anno, ma di circa mezzo punto percentuale più basso rispetto a quello dell'area dell'euro. La crescita dell'occupazione nel settore privato dovrebbe risultare superiore all'1 per cento; essa sarà probabilmente ancora concentrata nelle regioni più ricche e riguarderà soprattutto i contratti a tempo determinato e a breve scadenza. Il tasso di

disoccupazione si collocherà intorno al 10,5 per cento; rimane basso il livello di partecipazione alle forze di lavoro.

La ripresa produttiva è connessa essenzialmente con la sostenuta espansione delle esportazioni; moderata sarà la crescita delle importazioni.

La domanda di investimenti è in accelerazione sia per gli impianti, le attrezzature e i mezzi di trasporto, come risposta allo stimolo proveniente dalla ripresa della produzione industriale e dagli incentivi fiscali, sia nel settore delle costruzioni, dove si stanno gradualmente manifestando gli effetti degli sgravi previsti in favore delle ristrutturazioni.

La domanda per consumi è frenata dalla contenuta crescita del reddito disponibile e dalle incertezze che investono la sua evoluzione futura. Il miglioramento dei conti pubblici richiede di proseguire nella via del risanamento e delle riforme strutturali.

Secondo valutazioni econometriche estese agli anni successivi al 2000, affinché dalla ripresa in corso possa scaturire una nuova, prolungata fase di sviluppo è necessario accrescere, rispetto alle tendenze in atto, la propensione all'investimento.

Occorre un ambiente favorevole allo sviluppo dell'attività produttiva. A esso può contribuire la revisione del diritto societario. Nel mercato del lavoro è indispensabile favorire, per rimuovere la precarietà, un allungamento della durata media dei contratti a tempo determinato, adeguare l'offerta alle condizioni economiche delle imprese, soprattutto nelle regioni dove è più diffusa la piaga del lavoro irregolare.

È necessario dare piena attuazione alle misure volte a semplificare le procedure amministrative; ridurre i vincoli che gravano sulle piccole e medie imprese; accrescere l'efficienza degli enti pubblici, soprattutto a livello regionale.

Sono urgenti una ripresa della progettualità e investimenti infrastrutturali, sia nelle aree più depresse del Mezzogiorno sia nelle regioni più sviluppate, con

finanziamenti che possono attingere ai fondi europei e al mercato interno e internazionale.

L'aumento della domanda interna, in particolare degli investimenti, è compatibile con la disponibilità di risparmio.

◦ ◦ ◦

La lunga fase di rialzo dei corsi azionari negli Stati Uniti si è trasmessa alle borse europee, fornendo ad alcuni settori, tra i quali quello bancario, la finanza necessaria per ampie ristrutturazioni.

Rispetto alla fine dello scorso anno l'indice Standard & Poor's è diminuito del 6 per cento. L'indice Euro Stoxx è aumentato del 10 per cento; l'incremento è concentrato nei settori dei servizi e delle telecomunicazioni. In Italia l'indice di borsa è cresciuto ancora del 17 per cento.

Le innovazioni produttive e i riassetti organizzativi, l'ampliamento delle dimensioni, anche in settori produttivi tradizionali, possono giustificare aumenti considerevoli dei profitti attesi. Un incremento molto forte delle vendite, della produttività e dei profitti è plausibile per i settori a tecnologia avanzata.

Negli Stati Uniti l'andamento positivo dei corsi azionari negli anni più recenti trova un fondamento nella sostenuta crescita dell'economia. Nel comparto dei macchinari e dei mezzi di trasporto l'incremento medio annuo della produttività totale dei fattori è stato eccezionale, superiore al 10 per cento, grazie soprattutto alla rilevante espansione degli investimenti, alla diffusione dell'informatica e alle riorganizzazioni aziendali.

L'aumento dei profitti si è trasmesso alle quotazioni di borsa. Appare sempre più evidente una crescente selettività, da parte dei risparmiatori, nella scelta degli investimenti.

In Europa l'ampia disponibilità di fondi e il basso costo del capitale devono tradursi in investimenti, specialmente nei settori ad alta tecnologia, dai quali potranno derivare incrementi di produttività e di produzione che tenderanno a diffondersi all'intera economia.

Insieme a una attenta selezione degli investimenti e delle iniziative imprenditoriali, sono necessarie anche nel nostro Paese politiche economiche e settoriali che permettano di cogliere le opportunità dischiuse dalla fase positiva del ciclo.

Sarà così possibile estendere il miglioramento economico in corso anche agli anni a venire, con vantaggio per l'occupazione, soprattutto dei giovani, nelle regioni più sfavorite.

La cosiddetta nuova economia può fecondare un sistema come quello italiano, caratterizzato da un assetto produttivo frammentato, soprattutto attraverso una riorganizzazione, indotta dal mercato e dall'informatica, delle imprese e dei rapporti intersettoriali. È importante la tempestività con la quale sapremo inserirci nel nuovo contesto.

Abbondano le risorse di base, in particolare di risparmio. Il sistema bancario ha di recente compiuto notevoli progressi in termini di assetti dimensionali e organizzativi e di offerta dei prodotti; essi avranno effetti positivi sull'allocazione del credito. Elevate permangono l'offerta di lavoro e la presenza di giovani intelligenze, fattore ultimo di ogni progresso economico e civile.

Il futuro, ciò che noi saremo, ciò che lasceremo è inscritto nell'oggi, nelle scelte che compiremo in questa fase.

L'impegno delle istituzioni, delle imprese, delle parti sociali permetterà di cogliere le condizioni favorevoli del ciclo economico, dell'economia globale e della finanza, per trasformare le potenzialità in risultati concreti, per superare le incertezze, le difficoltà, per costruire una società più giusta e più solidale.