

## L'economia internazionale e l'Italia

*Intervento del Governatore della Banca d'Italia Antonio Fazio,  
AIAF - ASSIOM - ATIC FOREX*

*Genova, 14 febbraio 2004*

### 1. La congiuntura

All'Assemblea del 31 maggio dello scorso anno avevamo concluso le nostre considerazioni prospettando una ripresa dell'economia mondiale nel corso del 2003 e con più certezza nel 2004.

Era attesa già nella seconda metà dell'anno un'accelerazione della domanda interna e della produzione negli Stati Uniti, sospinta dall'espansione monetaria, dagli sgravi fiscali e dall'indebolimento del dollaro.

Ne traemmo indicazioni sulla necessità di una politica economica per l'Europa, e soprattutto per l'Italia, in grado di portare l'economia su un sentiero di più rapida crescita.

L'economia degli Stati Uniti si è sviluppata nel terzo trimestre del 2003 al ritmo annuo dell'8 per cento e del 4 per cento nell'ultimo trimestre.

Il prodotto interno lordo dell'Unione europea, valutato ai cambi medi del 2003, ha una dimensione uguale a quello degli Stati Uniti; è cresciuto dell'1,1 per cento nel 2002 e dello 0,8 nel 2003. L'incremento in valore assoluto del prodotto degli Stati Uniti in un trimestre è stato uguale a quello realizzato nell'Unione europea in due anni.

Nell'economia statunitense la produttività del lavoro è aumentata del 9 per cento nel terzo trimestre e del 3 per cento nel quarto. La riduzione dei costi unitari e l'elevata concorrenza hanno contenuto il tasso di inflazione che, al netto dei prodotti alimentari ed

energetici, è risultato dell'1,5 per cento, inferiore ai valori registrati nei paesi europei.

Paventando anche rischi di deflazione la Riserva federale ha accentuato l'orientamento espansivo della politica monetaria. La politica di bilancio ha innalzato il disavanzo federale al 3,5 per cento del prodotto lordo nel 2003; se ne prevede un ulteriore aumento al 4,5 per cento nell'anno in corso. L'incremento del prodotto è stato nel 2003 del 3,1 per cento, nettamente al di sopra delle previsioni formulate nella primavera dello scorso anno.

In Giappone le esportazioni sono fortemente aumentate già nell'ultima parte del 2002 e ancora, notevolmente, nel corso del 2003; in tale ultimo anno il prodotto interno lordo è cresciuto del 2,2 per cento.

La ristrutturazione produttiva nelle grandi imprese del settore manifatturiero ha innalzato la redditività e ridotto l'occupazione. Dalla metà degli anni novanta, a un calo dell'occupazione pari a 2.700.000 unità nel comparto manifatturiero ha fatto riscontro un incremento di 1.100.000 unità negli altri settori.

Il miglioramento della redditività dell'industria si è riflesso favorevolmente sul sistema bancario, che sta realizzando anche una intensa attività di cartolarizzazione dei prestiti di incerta esigibilità.

Permangono sintomi di deflazione. La politica monetaria ha accentuato l'impostazione nettamente espansiva.

In connessione con l'allentamento delle tensioni politiche a livello globale la ripresa dell'attività produttiva si è manifestata e progressivamente consolidata anche nelle economie emergenti. Dopo il considerevole rallentamento nei due anni precedenti, nel 2003 la crescita si è riportata in prossimità del 6 per cento.

L'aumento del prodotto nelle economie emergenti dell'Asia è stato del 7,5 per cento. In America latina ai modesti risultati del Brasile e del Messico si contrappone la netta ripresa in Argentina.

Il tasso di crescita nell'area dell'euro non ha superato il mezzo punto percentuale.

Il tasso di crescita dell'economia mondiale per il 2003 è stimato nel 3,7 per cento.

Per l'anno 2004 il Fondo monetario internazionale prevede una espansione del prodotto interno lordo del 4,6 per cento negli Stati Uniti, del 2,2 in Giappone, del 6,0 per cento nelle economie emergenti, del 3,6 per cento nei maggiori paesi dell'America latina.

Per i dodici paesi dell'euro si stima una crescita del 2 per cento.

Per l'economia mondiale lo sviluppo nel 2004 viene valutato intorno al 4,5 per cento.

## 2. La liquidità e i mercati finanziari internazionali

In un contesto di bassa inflazione e di insufficiente domanda aggregata a livello globale, condizioni monetarie nettamente espansive nelle tre maggiori aree hanno spinto i tassi di interesse su valori storicamente bassi; favorito una accelerazione del credito; sostenuto la ripresa dei mercati finanziari.

La quantità di moneta nei sette maggiori paesi industriali si aggirava negli anni novanta ancora tra il 65 e il 70 per cento del prodotto interno lordo; negli ultimi cinque anni è cresciuta fino a portarsi quasi all'80 per cento. L'incremento della massa moneta-

ria nell'ultimo quinquennio è risultato superiore a quello registrato nei venti anni precedenti.

Sono aumentate nelle tre maggiori aree soprattutto la base monetaria e le componenti più liquide della moneta bancaria. Dalla metà degli anni novanta si sono più che raddoppiati, da circa il 3 a quasi l'8 per cento del prodotto, i depositi di non residenti.

Specularmente, i tassi di interesse a breve termine negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e in Giappone sono scesi sui valori minimi dalla fine del secondo conflitto mondiale; al netto dell'inflazione si situano intorno allo zero.

I tassi reali a lungo termine sulle obbligazioni pubbliche, che nel 1995 avevano toccato il 5 per cento, sono progressivamente diminuiti fino a oscillare, alla fine dello scorso anno, intorno al 2 per cento.

Il valore di mercato delle borse azionarie, quasi raddoppiatosi tra il 1996 e il 1999, era tornato nel 2002 su valori di poco superiori a quelli di sei anni addietro. Le quotazioni sono diminuite fino a marzo dello scorso anno; da allora hanno segnato un aumento del 40 per cento negli Stati Uniti e in Francia, di oltre il 70 per cento in Germania, del 30 in Italia.

In Italia e in Francia il valore delle azioni, in rapporto agli utili, non risulta fuori linea rispetto ai livelli di lungo periodo.

Negli Stati Uniti i valori di borsa sono alti rispetto agli utili e ai dividendi; riflettono il basso livello dei tassi di interesse e aspettative di crescita più elevata.

Dopo una stasi nel 2002, sono di nuovo aumentati fortemente nel 2003 i valori nozionali dei prodotti derivati. Con riferimento ai sette maggiori paesi industriali i prodotti derivati quotati si sono portati dal 110 al 180 per cento del prodotto interno lordo. Il rapporto è quasi triplo rispetto agli anni novanta.

Le ristrutturazioni degli scorsi anni e il rafforzamento patrimoniale, guidati dalle Autorità di Vigilanza, hanno permesso ai sistemi bancari dei maggiori paesi di assorbire senza difficoltà le conseguenze della caduta dei corsi azionari tra il 2000 e il 2002 e il forte rallentamento dell'economia mondiale. Le banche hanno potuto far fronte alle difficili condizioni finanziarie di alcuni paesi e alle relative

perdite. Hanno sostenuto la ristrutturazione di importanti settori industriali, evitando il diffondersi di crisi produttive e occupazionali.

Il credito bancario, dopo il forte rallentamento registrato tra il 2000 e il 2002, è tornato a espandersi. L'aumento della consistenza dei prestiti bancari nel gruppo dei sette maggiori paesi industriali, durante lo scorso anno, è stato del 4,3 per cento.

Si sono sviluppate nei mercati nazionali e in quello internazionale operazioni di cessione di crediti che hanno permesso una riduzione della concentrazione dei rischi attraverso una loro più ampia diffusione nel sistema finanziario.

Le imprese operanti sui maggiori mercati hanno fatto crescente ricorso nell'ultimo decennio alla raccolta di fondi mediante emissioni obbligazionarie, per il finanziamento degli investimenti e per l'espansione dell'attività. Sullo sviluppo di questo mercato ha notevolmente influito, in Europa, il passaggio alla moneta unica.

La consistenza delle obbligazioni a medio e a lungo termine emesse da imprese non finanziarie nei sette maggiori paesi industriali è quasi raddoppiata tra il 1995 e il 2002, da 2.800 miliardi di dollari, il 14 per cento del prodotto interno lordo, a 5.000 miliardi, il 24 per cento del prodotto nel 2002. Alla fine del 2002, a fronte di titoli per oltre 3.000 miliardi di dollari negli Stati Uniti, per oltre 500 miliardi nel Regno Unito, per oltre 300 in Francia, in Italia circolavano obbligazioni per circa 100 miliardi di dollari.

Il flusso di emissioni nette è rimasto elevato negli Stati Uniti, in Francia e in Germania anche nella prima metà del 2003.

Gli spread tra le emissioni in dollari dei paesi emergenti rispetto a quelle degli Stati Uniti si sono quasi dimezzati, da 8 a 4,2 punti percentuali, tra la metà del 2002 e la fine del 2003, in concomitanza con la ripresa dell'afflusso di fondi verso tali paesi.

### 3. Gli investimenti e la domanda

L'ampia disponibilità di credito e il basso costo del capitale hanno favorito negli Stati Uniti e nelle economie emergenti l'accelerazione dell'attività di investimento. La moderazione salariale in tutte le economie sviluppate, oltre che in quelle emergenti, ha permesso una crescita costante del flusso di autofinanziamento.

È continuata la riallocazione, dalle economie più sviluppate verso quelle emergenti, dell'attività di produzione di beni e servizi per fruire del minor costo del lavoro.

Nei quindici paesi dell'Unione europea il valore aggiunto proveniente dal settore manifatturiero tra il 1980 e il 2001 si è ridotto dal 24 al 20 per cento del totale. I servizi privati sono passati dal 41 al 48 per cento nella formazione del reddito.

Negli Stati Uniti, nello stesso periodo, il peso del settore manifatturiero è sceso dal 21 al 14 per cento; quello dei servizi privati è salito dal 52 al 61 per cento.

I cospicui flussi di investimenti diretti da parte di imprese statunitensi in Messico e in altri paesi dell'America latina, in Cina e in altri paesi asiatici riguardano in larga misura attività produttive a contenuto tecnologico relativamente basso; si intensifica nelle economie emergenti anche la produzione a medio-alta tecnologia.

Continuano a concentrarsi nelle economie più avanzate gli investimenti nei servizi e nei prodotti a più elevato contenuto tecnologico.

Negli Stati Uniti le favorevoli condizioni monetarie, in un contesto di sostenuto sviluppo demografico, determinato dal differenziale tra tasso di natalità e tasso di mortalità e dai consistenti flussi di immigrazione, dal 2002 hanno indotto una rapida ripresa degli investimenti in abitazioni; la crescita è accelerata nel 2003.

Hanno continuato invece a diminuire gli investimenti delle imprese in impianti, ma hanno segnato un notevole aumento quelli in macchinari e soprattutto in apparecchiature informatiche.

La composizione dell'attività di investimento delle imprese si è riflessa nell'andamento dell'occupazione dipendente, diminuita a gennaio nel settore manifatturiero del 3,6 per cento rispetto a un anno prima e cresciuta dello 0,4 per cento nel settore dei servizi. È fortemente aumentata, per contro, la produttività oraria del lavoro. In due anni, tra il quarto trimestre del 2001 e il quarto del 2003, la produttività del lavoro nelle imprese non agricole statunitensi si è innalzata nel complesso di quasi il 10 per cento.

L'aumento della popolazione, l'elevata quota di giovani, gli sgravi fiscali e i bassi tassi di interesse hanno sospinto la domanda per consumi e in particolare quella di beni durevoli, cresciuta del 6,5 per cento nel 2002 e del 7,4 nel 2003.

L'attività di investimento ha trovato sostegno nel rilevante aumento dei profitti delle imprese e nel miglioramento della loro complessiva condizione finanziaria. Più favorevole risulta anche la situazione patrimoniale delle famiglie.

In Giappone, nel contesto di una ripresa della domanda a livello globale, della permanente abbondanza di liquidità e soprattutto dei guadagni di produttività delle imprese, sono tornati ad aumentare, dalla metà del 2002, gli investimenti privati; nei primi tre trimestri del 2003 il ritmo di crescita è stato in media dell'8 per cento in ragione d'anno.

Le esportazioni hanno segnato una forte ripresa.

In Francia, in Germania, in Italia, nonostante l'abbondanza di liquidità e il livello storicamente basso del costo del denaro, gli investimenti delle imprese sono diminuiti. Nel nostro Paese nel primo semestre dello scorso anno l'attività complessiva di investimento, inclusa quella nel settore delle costruzioni, private e pubbliche, è caduta quasi del 10 per cento in ragione d'anno.

Appare contenuto in tutti i paesi dell'area dell'euro il grado di utilizzo della capacità produttiva. Nel corso del 2003 la fiducia dei consumatori, anch'essa su livelli modesti, è risultata in lieve aumento in Europa.

Nell'area dell'euro, gli investimenti, dopo una riduzione del 2,9 per cento nel 2002, sono diminuiti ancora al ritmo annuo del 2,6 per cento nella prima metà del 2003.

Le esportazioni, frenate dall'apprezzamento della moneta unica, sono cadute del 3,9 per cento nel primo semestre. La diminuzione è stata del 2,7 per cento in Germania, del 5,8 in Francia e di oltre il 13 in Italia.

La spesa delle famiglie residenti nell'area, stazionaria nel 2002, ha mostrato segni di ripresa nei primi mesi del 2003 per poi rallentare di nuovo nel corso dell'anno.

Nel terzo trimestre, in concomitanza con l'accelerazione congiunturale negli Stati Uniti, in Giappone e nelle altre maggiori economie asiatiche, anche le esportazioni dell'area dell'euro e dell'Italia hanno segnato una ripresa.

Il commercio di beni dei maggiori paesi industriali, che aveva subito una battuta d'arresto nell'ultima parte del 2002 e nei primi mesi del 2003, ha ripreso a svilupparsi nella seconda metà dell'anno sia nei paesi industriali sia nelle economie emergenti.

L'ampio disavanzo esterno degli Stati Uniti ha contribuito ad accrescere l'offerta di attività in dollari sui mercati internazionali. Sono ripresi gli afflussi di capitali privati verso l'America latina; sono rimasti intensi quelli verso i paesi emergenti dell'Asia e i paesi dell'Europa centro-orientale; continua l'afflusso di investimenti diretti provenienti dalle economie industriali; si rafforzano l'attività di investimento e la crescita nelle aree in via di sviluppo.

#### **4. Sostenibilità della ripresa**

Per le prospettive di sviluppo dell'economia mondiale sono determinanti il ciclo e la crescita negli Stati Uniti.

I 35.600 miliardi di dollari annui del prodotto lordo mondiale nel 2003 sono stati realizzati per il

30 per cento, poco meno di 11.000 miliardi, negli Stati Uniti.

Il prodotto lordo giapponese è stato di 4.200 miliardi; quello dell'area dell'euro è di 8.100 miliardi, più di un quinto di quello mondiale. L'Italia, con un prodotto annuo di 1.400 miliardi di dollari ai cambi medi dello scorso anno, pesa nell'economia mondiale per il 4,1 per cento, la Cina continentale per il 3,9 per cento. Gli altri paesi in via di sviluppo concorrono per il 13 per cento alla formazione del prodotto mondiale.

Per gli Stati Uniti le previsioni più recenti indicano un aumento del prodotto di circa il 4,5 per cento nel 2004 e del 4 nel 2005; il tasso di inflazione rimarrà basso; ne discende una valutazione positiva per l'economia mondiale nel prossimo biennio.

L'accelerazione del prodotto in atto dalla metà del 2003 e la prosecuzione a tassi sostenuti della crescita nel 2004 e nel 2005 scontano il recupero di una situazione iniziale di non pieno utilizzo della capacità produttiva. Le stime del tasso di crescita potenziale degli Stati Uniti per il prossimo quinquennio indicano valori annui che oscillano a seconda delle fonti tra il 3,2 e il 3,5 per cento.

Si tratta di stime nel complesso prudenti, alla luce dell'andamento della produttività nell'ultimo triennio, della crescita della popolazione, della dotazione di capitale umano, degli alti investimenti in tecnologia e in informatica.

L'andamento della produttività è in un certo senso l'elemento fondamentale di forza di una economia. Il quadro macroeconomico nel quale si inserisce l'efficienza del sistema produttivo presenta tuttavia elementi di rischio in ordine alla sostenibilità della crescita.

Il saldo finanziario del settore pubblico, cardine della politica di sostegno della domanda interna, è passato da un attivo intorno all'1,3 per cento del prodotto interno lordo nel 2000 a un passivo del 4,8 nel 2003.

Il miglioramento del saldo tra risparmio e investimenti delle famiglie e delle imprese, pari a circa 5 punti percentuali nel triennio 2001-03, ha com-

pensato solo in parte il deterioramento del tasso di risparmio del settore pubblico.

Il saldo negativo verso l'estero nello stesso periodo è peggiorato di circa un punto percentuale.

La sostenibilità del debito pubblico appare crucialmente legata allo sviluppo dell'economia. È stato annunciato, lo scorso 2 febbraio, l'impegno dell'Amministrazione di ridurre il disavanzo federale dai 521 miliardi di dollari previsti per il 2004 a 364 nel 2005 e a 237 miliardi nel 2009. Si intende ricondurre il rapporto con il prodotto interno lordo intorno al 2 per cento.

Il rapporto tra debito federale detenuto dal settore privato e prodotto lordo, alla fine del 2003, era pari al 36 per cento. Nel confronto con l'Europa e soprattutto con l'Italia va ricordato che negli Stati Uniti il tasso di risparmio delle famiglie è estremamente basso ed è alto l'indebitamento.

Il disavanzo esterno si aggira intorno al 5 per cento del prodotto lordo. Il debito estero netto ha raggiunto un quarto dello stesso prodotto.

Esiste a livello globale una rilevante discrepanza statistica tra disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti statunitense e saldo positivo del resto del mondo; essa è pari a un terzo del disavanzo statunitense. L'aumento del debito estero supera in larga misura l'accumulo di attività da parte di tutti gli altri paesi.

La sostenibilità del debito estero, e di conseguenza del tasso di cambio, è funzione della domanda di crediti finanziari denominati in dollari e delle quote di ricchezza reale detenuta dai non residenti. Esiste probabilmente una massa rilevante di attività finanziarie denominate in dollari posseduta da imprese e da privati formalmente non residenti negli Stati Uniti, ma che a quel sistema economico e politico fanno riferimento.

In un sistema finanziario globalizzato la produttività del sistema economico statunitense, la forza politica e militare, la stabilità e il prestigio delle istituzioni, l'efficienza e la liquidità dei mercati offrono agli investimenti reali e finanziari una prospettiva di rendimento di lungo termine in condizioni di sicurezza.

La forte esportazione di capitali dagli Stati Uniti e gli elevati investimenti diretti in tutte le economie emergenti hanno portato a un accumulo di attività sull'estero che era alla fine del 2002 pari a 6.474 miliardi di dollari. Queste erano costituite per il 31 per cento da investimenti diretti e per il 21 per cento da azioni.

Le passività lorde verso l'estero erano pari alla fine del 2002 a 9.079 miliardi, per il 22 per cento costituite da investimenti diretti, per il 13 da azioni, per il 34 da obbligazioni private e pubbliche; l'onere per interessi si aggira in media intorno al 3 per cento.

Il sistema produttivo e finanziario statunitense, dato il suo peso nell'economia e nella finanza mondiali, si estende al di fuori degli stretti confini nazionali. Si ripete uno schema osservato nella storia dello scorso secolo per altri sistemi egemoni nella produzione e nella finanza. Una tendenza simile si osserva per il Giappone rispetto alle economie emergenti dell'Asia.

In risposta ai dubbi che un ampio disavanzo esterno possa generare effetti sul livello del cambio, in margine alla recente riunione del Gruppo dei Sette in Florida, a Boca Raton, il Segretario al Tesoro ha ribadito l'impegno dell'Amministrazione per politiche in favore di un dollaro forte il cui valore rimane comunque affidato alle libere forze di mercato.

Gli investimenti all'estero da parte delle economie più avanzate sviluppano l'attività e introducono nuove tecnologie in paesi dove il costo della manodopera è molto basso.

Un valido assetto economico e istituzionale e la dotazione di infrastrutture possono creare nelle economie di recente industrializzazione e in quelle emergenti le condizioni per attrarre investimenti dall'estero e per accelerare la crescita.

La circolazione dei capitali è un fattore potente di sviluppo dell'economia mondiale.

La Cina, l'India e altre economie asiatiche di recente industrializzazione, pur contribuendo in misura ancora limitata alla formazione del reddito mondiale, presentano tassi di crescita più che doppi di quelli delle economie avanzate e contribuiscono in misura significativa all'espansione dell'economia globale.

L'America latina, dopo le profonde crisi degli ultimi anni, torna di nuovo a svilupparsi.

In Argentina la continuazione della positiva tendenza macroeconomica in atto è legata all'impegno di onorare gli obblighi assunti nei confronti del Fondo monetario internazionale, di offrire una soddisfacente ristrutturazione del debito estero, di risanare il sistema bancario.

Rimane esclusa dal progresso dell'economia mondiale una parte dell'Africa, oberata tuttora da un pesante debito estero e caratterizzata da difficili condizioni istituzionali e ambientali. È necessario rimettere in moto le procedure per la riduzione del debito dei paesi più poveri nell'ambito del programma Highly Indebted Poor Countries.

Non contribuisce a una sostenuta crescita dell'economia mondiale l'Europa; un rafforzamento dello sviluppo è necessario anche per riassorbire gli squilibri tra le principali aree del globo.

La struttura demografica e l'invecchiamento della popolazione non sembrano offrire incentivi all'attività di investimento. Il tasso di crescita potenziale delle economie europee viene valutato intorno al 2 per cento; negli anni più recenti l'aumento del prodotto è stato inferiore; dovrebbe avvicinarsi a tale valore nel corso del 2004.

Nonostante la modesta crescita, la posizione verso l'estero dell'area presenta un avanzo di parte corrente limitato, inferiore a mezzo punto percentuale del prodotto.

La quota di esportazioni sulla domanda mondiale è diminuita nel corso degli ultimi anni. Dall'inizio del 2002 essa risente dell'apprezzamento dell'euro. In una visione di medio periodo, è l'insufficiente aumento della produttività a limitare la competitività e lo sviluppo.

La politica monetaria unica assicura la stabilità dei prezzi nell'area. La stabilità finanziaria è garantita da sistemi di controllo e supervisione a livello nazionale.

Per innalzare la crescita potenziale sono indispensabili riforme lungo la linea degli impegni assunti dal Consiglio europeo di Lisbona nel 2000.

Sono particolarmente urgenti misure che abbassino tendenzialmente il rapporto tra spesa pubblica corrente e prodotto interno lordo. Sono necessari provvedimenti che incidano sull'assetto del mercato del lavoro.

I flussi di immigrazione tenderanno a intensificarsi negli anni a venire in relazione all'invecchiamento della popolazione. Essi vanno strettamente regolati, anche a livello dell'Unione. Efficaci politiche di integrazione debbono limitarne gli effetti talora dirompenti per i preesistenti equilibri sociali; possono offrire opportunità di sviluppo a persone che provengono da situazioni ambientali e civili difficili e favorire la crescita delle nostre economie.

## 5. L'Italia

Tra il 1989 e il 1999 l'economia italiana era cresciuta al ritmo medio dell'1,5 per cento, a fronte di uno sviluppo medio dei quindici paesi dell'Unione europea del 2,1 per cento all'anno.

Sono stati in Italia gli anni del riequilibrio dei conti con l'estero e della forte riduzione del disavanzo del settore pubblico.

Nel corso degli anni ottanta, il debito netto verso l'estero dell'Italia era progressivamente salito, fino a raggiungere nel 1992 l'11 per cento del prodotto interno. Dopo la svalutazione del cambio nel settembre dello stesso anno, accompagnata da un controllo dell'inflazione attraverso la politica dei redditi e la restrizione del credito, le esportazioni avevano avuto una netta ripresa, favorendo l'attività produttiva e la riduzione del debito estero. In ottobre il rendimento dei buoni trimestrali del Tesoro raggiungeva il 18 per cento. Le contrattazioni sul mercato secondario dei titoli pubblici non si interrompevano; veniva evitata una crisi generalizzata del sistema finanziario italiano.

La crisi del Messico, esplosa nel dicembre del 1994, si trasmetteva nei primi mesi del 1995 ai principali mercati mondiali. La fuga verso le monete forti portava a una rivalutazione del marco e a un apprezzamento considerevole della moneta giapponese; si deprezzava vistosamente il dollaro. Insieme

con altre valute deboli la crisi coinvolgeva la lira; in marzo, in pochi giorni, il tasso di cambio effettivo della nostra moneta registrava una caduta del 10 per cento. Anche in questa fase, pur in presenza di un forte aumento dei rendimenti, non si interrompeva la funzionalità dei mercati primario e secondario dei titoli pubblici.

Si accentuavano di nuovo le pressioni inflazionistiche.

La restrizione monetaria permetteva di ricondurre nell'arco di un anno il tasso di cambio della lira ai livelli della fine del 1994. Il tasso di inflazione veniva riportato su valori prossimi a quelli degli altri paesi europei.

L'abbassamento dell'inflazione e la prospettiva della partecipazione alla moneta unica inducevano un ridimensionamento dei tassi di interesse sul debito pubblico.

Il rientro, alla fine del 1996, nel Sistema monetario europeo stabilizzava definitivamente il cambio e permetteva un graduale allentamento delle condizioni monetarie.

Il bilancio pubblico beneficiava del minore costo del debito. La pressione fiscale tra la seconda metà degli anni ottanta e la seconda metà degli anni novanta veniva innalzata di circa 5 punti percentuali. L'indebitamento netto del settore pubblico veniva ricondotto nel 1997 al di sotto del limite del 3 per cento.

Alla ritrovata stabilità del cambio non faceva riscontro una evoluzione coerente dei costi di produzione.

Anche a causa della modesta crescita, la produttività del lavoro, sia nell'industria sia nei servizi, non si sviluppava in linea con quella degli altri paesi industriali. Dopo i miglioramenti del quadriennio 1993-96, dovuti al deprezzamento del cambio, la competitività delle nostre merci nei confronti dell'estero riprendeva a deteriorarsi.

Tra il 1995 e il 2001 la produttività del lavoro nell'economia italiana è aumentata in media dell'1,0 per cento all'anno; nell'industria manifatturiera

turiera l'incremento annuo è stato in media dell'1,2 per cento.

In Europa la produttività del lavoro è cresciuta nello stesso periodo dell'1,4 per cento all'anno per l'economia nel suo complesso e del 3,1 nell'industria manifatturiera.

Negli Stati Uniti l'aumento della produttività del lavoro nell'industria manifatturiera è stato, tra il 1995 e il 2001, del 3,7 per cento all'anno.

La quota delle esportazioni italiane nel commercio mondiale, pari nel 1995 al 4,5 per cento e nel 1996 al 4,2, è costantemente diminuita negli ultimi sette anni, scendendo al 3,7 per cento nel 2000 e intorno al 3,3 per cento nel 2003.

Le esportazioni della Francia nel 1996 rappresentavano il 5,3 per cento del commercio internazionale; si sono mantenute sullo stesso livello nel 2003. Le esportazioni tedesche, pari al 10,3 per cento nel 1996, sono salite al 12 per cento del commercio mondiale.

La perdita di quote di mercato dell'Italia è dovuta all'aumento relativo dei costi di produzione e alla scarsa rilevanza delle esportazioni di beni a più alta tecnologia.

Il deterioramento della competitività ha inciso sull'attività del settore industriale e sulla crescita.

La produzione industriale tra il 1996 e il 2003 è aumentata in Italia del 5 per cento, nell'area dell'euro del 17. La minore crescita della nostra economia dovuta alla perdita di competitività nel commercio internazionale è di mezzo punto percentuale all'anno.

Il nostro sistema industriale è costituito da pochi grandi gruppi e da una miriade di aziende di piccola e media dimensione. Secondo i dati del Censimento del 1996, i tre quarti dell'occupazione del settore manifatturiero fanno capo a imprese con meno di 250 addetti. Si tratta di quasi 550.000 aziende, pari al 99,7 per cento di quelle operanti nel settore.

Parte importante di questa vasta rete di imprese piccole e medie è insediata in distretti industriali, il cui peso complessivo può essere stimato nel 41 per cento dell'occupazione nell'industria e nel 45 nel

settore manifatturiero. Le imprese distrettuali sono prevalentemente esportatrici; si caratterizzano per un modello organizzativo, incentrato sul binomio cooperazione-concorrenza, che consente di superare alcuni dei limiti dovuti alla ridotta dimensione e di raggiungere elevati livelli di innovazione e di efficienza.

È questo il motore produttivo italiano che negli scorsi decenni ha creato ricchezza e occupazione.

Tuttavia la perdita progressiva di competitività e la debolezza della domanda interna pongono a rischio le prospettive di sviluppo di un numero crescente di imprese. Rallentano la produttività e l'occupazione.

La ridotta dimensione media non facilita l'attività di ricerca, indispensabile per l'innovazione tecnologica e per l'apertura internazionale, fattori strategici di concorrenza tra sistemi nazionali.

Nell'ultimo decennio, il nostro sistema industriale si è impoverito anche per la scomparsa di importanti comparti dell'industria manifatturiera.

L'industria automobilistica ha attraversato gravi difficoltà negli ultimi anni: la quota sul mercato italiano del maggiore produttore nazionale che negli anni ottanta aveva raggiunto il 60 per cento si è ridotta sino a portarsi nel 2003 al 27 per cento; quella sul mercato europeo dal 15 per cento della fine degli anni ottanta è progressivamente diminuita all'8. Le difficoltà derivavano in primo luogo da una politica di diversificazione che aveva finito per sottrarre risorse alla ricerca nel comparto automobilistico. Con il sostegno del sistema bancario il gruppo ha ora imboccato la via del risanamento, alienando attività non strategiche per il settore; ha ridotto l'indebitamento. Gli ultimi dati disponibili indicano il ritorno a una quota di mercato in Italia superiore al 30 per cento.

Sull'evoluzione più recente della nostra economia incidono anche i dissesti di due importanti gruppi del settore alimentare.

Le difficoltà della nostra industria vanno ben oltre quelle dei settori automobilistico e alimentare.

In Europa l'attività industriale, dopo aver toccato un minimo nel secondo trimestre del 2003, è risulta-



ta in espansione nel terzo e ancora di più nel quarto. In Italia alla flessione registrata tra la metà del 2002 e quella del 2003 hanno fatto seguito un significativo rialzo nel terzo trimestre e una lieve diminuzione nel quarto; in quest'ultimo trimestre il prodotto interno lordo è rimasto stazionario rispetto al periodo precedente. Nell'area dell'euro il prodotto è cresciuto dello 0,3 per cento rispetto al terzo trimestre.

In gennaio è caduto pesantemente in Italia il clima di fiducia delle famiglie; dati provvisori indicano il permanere di una attività debole nell'industria.

## 6. La politica economica

La politica economica deve risollevarle le aspettative di sviluppo; frenare la perdita di competitività; prevenire nuove difficoltà per la produzione.

L'aggiustamento dei conti pubblici è stato in gran parte affidato, anche a causa della difficile congiuntura economica, a provvedimenti di natura temporanea. Il livello del debito rimane elevato nel confronto internazionale. È ancora ampio il divario tra il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche e l'indebitamento netto di competenza.

Le valutazioni della Commissione europea segnalano per gli anni a venire il rischio che il rapporto tra l'indebitamento e il prodotto superi il limite del 3 per cento, la necessità di procedere, ove non si tagli con misure di natura strutturale la spesa corrente, a un aumento delle imposte.

La possibilità di ridurre le imposte è affidata anche a una più elevata crescita dell'economia. È necessaria nel breve termine una azione di sostegno della domanda interna attraverso i lavori pubblici.

Il sistema bancario, notevolmente rafforzatosi negli ultimi dieci anni con la privatizzazione e con un vasto processo di ristrutturazione, è impegnato a sostenere imprese valide dal punto di vista della redditività, ma di dimensioni insufficienti per affrontare una concorrenza internazionale sempre più intensa.

Le banche debbono favorire la ricerca, da parte delle imprese, di dimensioni più ampie, in grado di elevare la qualità della produzione e il livello di efficienza.

Nel corso dell'anno sarà notevole lo sforzo richiesto per il finanziamento di importanti gruppi che necessitano di mezzi per continuare a svolgere e per espandere la loro attività. È meritorio l'impegno che pur tra gravi difficoltà il sistema bancario svolge a sollievo dei settori in crisi.

È indispensabile che il sistema ben meriti, goda della piena fiducia del pubblico, delle Autorità, degli organi politici e istituzionali.

Il risparmio affidato alle banche e da queste impiegato in favore delle imprese ha di fatto beneficiato di una garanzia assoluta nell'ultimo mezzo secolo. La instabilità e le inevitabili difficoltà degli intermediari hanno pesato sul bilancio pubblico in misura di gran lunga inferiore rispetto agli altri paesi industriali e a quelli in via di sviluppo.

Si è esteso negli anni più recenti, in linea con i sistemi finanziari più avanzati, il finanziamento diretto delle imprese sul mercato.

Le banche hanno svolto un servizio di collocamento dei titoli emessi dalle imprese presso altre istituzioni e tra gli investitori privati; questi ultimi potrebbero talora non aver pienamente percepito l'effettiva rischiosità dell'investimento.

È dovere degli operatori correttamente informare e accertamente consigliare i risparmiatori. Abbiamo richiamato gli intermediari a un più attento esame delle caratteristiche di tali strumenti e alla necessità di accertarsi, secondo criteri di etica e professionalità, della piena percezione dei rischi assunti dalle famiglie.

A seguito anche di un nostro invito le banche stanno venendo incontro a coloro che senza sufficiente consapevolezza hanno affidato a tali investimenti risparmi anche modesti.

È necessario che casi del genere non si ripropongano. Va ristabilita la fiducia in una componente

del mercato finanziario di grande importanza per lo sviluppo delle imprese. Va ribadito che a rendimenti elevati si associano necessariamente rischi anch'essi elevati.

Alla fine del 2002 il risparmio affidato dalle famiglie alle banche sotto forma di depositi e altri strumenti di raccolta era pari a 760 miliardi di euro. La raccolta complessiva alla fine del 2003 si aggirava sui 1.100 miliardi di euro.

La Banca d'Italia tutela il risparmio e i risparmiatori attraverso la stabilità degli intermediari. Promuove l'efficienza e la concorrenza del sistema creditizio; favorisce per tale via l'allocazione dei fondi raccolti per lo sviluppo della produzione e la formazione di nuovo risparmio.

Le azioni e le obbligazioni di imprese che alla fine del 2002 erano nei portafogli delle famiglie ammontavano a 290 miliardi di euro.

I dissesti di imprese incidono direttamente sul risparmio delle famiglie, oltre che sulle banche. La Vigilanza interviene tempestivamente sugli intermediari affinché le perdite sui prestiti restino confinate entro il patrimonio delle banche e non incidano sul risparmio loro affidato.

In una economia in cui le imprese si finanziano in misura sempre più rilevante sul mercato, il valore di questa componente del risparmio è affidato in primo luogo alla stabilità delle imprese stesse. Fondamentali sono la qualità e la veridicità dei bilanci e delle informazioni fornite al pubblico.

Va rafforzato il sistema dei controlli interni ed esterni sulle aziende.

Guardiamo con fiducia e con rispetto all'opera che il Parlamento sta compiendo al fine di migliorare e integrare il sistema dei controlli, alla luce degli avvenimenti recenti. Non va lesa la cura unitaria della funzione creditizia. È fondamentale l'indipendenza delle Istituzioni preposte ai controlli. Attingendo all'esperienza dei più evoluti sistemi finanziari, vanno rafforzati gli strumenti di intervento e accresciuti i mezzi perché l'Autorità preposta al controllo delle società e della borsa possa agire tempestivamente al fine di contenere frequenza, dimensioni ed effetti dei dissesti delle imprese.

Una parte rilevante del risparmio nazionale viene dai cittadini affidata allo Stato.

La sicurezza del risparmio affidato al settore pubblico è pienamente garantita dal potere di imposizione dello Stato.

Un livello troppo elevato del debito pubblico incide tuttavia negativamente sui finanziamenti disponibili per le imprese e per gli investimenti. Limitando la crescita impedisce la formazione di nuovo risparmio.

Nell'attuale condizione della nostra economia, è fondamentale la riduzione del peso del debito pubblico sul prodotto.

La previsione di un più stretto coordinamento nel Governo della politica economica accresce l'efficacia degli interventi; può favorire una più incisiva azione sui conti del settore pubblico.

La ripresa a livello mondiale offre anche alla nostra economia l'occasione per superare l'attuale fase di incertezza.

È necessario che il nostro sistema economico, valorizzando le risorse di imprenditorialità, di lavoro, di tecnologia di cui dispone o può disporre, avvii concretamente le azioni e gli interventi strutturali, le riforme necessarie per una più alta crescita.

Una visione organica degli obiettivi e degli strumenti, l'avvio dei programmi di intervento possono ristabilire la fiducia di tutti gli operatori economici: sistema finanziario, imprese, consumatori, risparmiatori.

Guardando all'esperienza delle economie più avanzate, è necessario anche in Europa il rilancio dei programmi di infrastrutture, innovazione e ricerca. Il progresso nell'integrazione economica e istituzionale e l'allargamento dell'Unione offrono un sicuro quadro di riferimento.

Anche in Italia dobbiamo muovere con decisione nella direzione di un più rapido sviluppo, di maggiore occupazione, di sicurezza per gli anziani, di prospettive valide per i nostri giovani.

È possibile farlo. Dobbiamo farlo.

