ACRI
Associazione fra le Casse di Risparmio Italiane

Giornata Mondiale del Risparmio del 2004

Intervento del Governatore della Banca d'Italia

Antonio Fazio

Roma, 5 novembre 2004

Sommario

<i>1. La congiuntura internazionale.....</i>	<i>5</i>
<i>2. La condizione dei mercati finanziari.....</i>	<i>7</i>
<i>3. La congiuntura nell'area dell'euro e in Italia.....</i>	<i>8</i>
<i>4. Prospettive.....</i>	<i>10</i>
<i>5. La politica economica.....</i>	<i>12</i>

1. La congiuntura internazionale

La ripresa dell'attività produttiva, avviatasi nella primavera del 2003 negli Stati Uniti e sostenuta dalla crescita delle economie dell'Asia, si è progressivamente estesa all'Europa e all'America latina.

Nel primo semestre del 2004 l'economia mondiale ha continuato a espandersi a ritmi elevati; nel secondo la crescita si è attenuata, anche in connessione con il rialzo del prezzo del petrolio.

Negli Stati Uniti da marzo a giugno l'attività produttiva ha subito un rallentamento, dopo la forte espansione registrata nel primo trimestre; ha decelerato all'1,6 per cento la spesa delle famiglie, ma si è rafforzata l'attività di investimento; questa, nel secondo trimestre, è aumentata del 13,9 per cento. Nel terzo l'aumento del prodotto è stato del 3,7 per cento, sospinto da un'accelerazione dei consumi e dal prolungarsi del ciclo espansivo degli investimenti, che ora si è esteso dai prodotti dell'informatica ai beni capitali tradizionali.

È cresciuta l'occupazione dipendente, al ritmo mensile di 300.000 unità da marzo a maggio e di 100.000 da giugno a settembre.

L'espansione economica rimarrà sostenuta negli ultimi mesi di quest'anno e si prolungherà nel prossimo.

L'inflazione di fondo, misurata dal deflatore dei consumi escludendo i prodotti alimentari freschi e quelli energetici, si è stabilizzata dallo scorso marzo intorno all'1,5 per cento sui dodici mesi. Data la progressiva riduzione dei margini di capacità inutilizzata, la Riserva federale ha iniziato da giugno a rialzare con gradualità il tasso obiettivo sui federal funds, portandolo, per ora, all'1,75 per cento.

Il disavanzo di bilancio, dopo un triennio di progressivo peggioramento, nel 2004 tende, grazie alla crescita dell'economia, a stabilizzarsi. Secondo le stime del Congressional Budget Office, includendo i saldi della previdenza, il disavanzo federale si è attestato nell'anno fiscale 2004 al 3,6 per cento del prodotto, valore sostanzialmente invariato rispetto al 2003, inferiore di circa 0,5 punti rispetto alla stima effettuata in primavera.

Il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti ha raggiunto, nel primo semestre del 2004, il 5,4 per cento del prodotto. Nei confronti dell'euro le quotazioni del dollaro, da marzo a settembre, hanno oscillato tra 1,20 e 1,24; dalla metà di ottobre si è registrato un nuovo indebolimento, che ha portato il cambio fino a 1,28 dollari per euro. Dal febbraio 2002, quando si è avviata la prolungata fase di discesa del dollaro, la competitività degli Stati Uniti misurata dal deprezzamento del cambio effettivo in termini reali - tenendo conto cioè dei divari di inflazione - è migliorata del 13 per cento.

In Giappone, nella prima metà dell'anno, le esportazioni, nonostante il rallentamento di quelle verso l'Asia, hanno continuato a espandersi a un ritmo assai elevato, quasi il 19 per cento in termini reali in ragione d'anno. Gli investimenti produttivi sono aumentati del 12 per cento. La decelerazione del prodotto tra il primo e il secondo trimestre, dal 6,4 all'1,3 per cento, è in parte da ascrivere alla caduta degli investimenti pubblici. In base alle indicazioni più recenti, l'attività economica rimarrebbe debole anche nel terzo trimestre.

La crescita è proseguita a ritmi elevati in Cina, in India e nelle altre economie emergenti dell'Asia. La ripresa si è estesa ai paesi dell'America latina.

Nelle ultime settimane, il protrarsi delle tensioni internazionali ha rafforzato i rischi relativi al proseguimento, a ritmi sostenuti, del ciclo internazionale. Il prezzo del petrolio in termini reali ha raggiunto un livello pari al 50 per cento circa del picco registrato nella fase di rialzo alla fine degli anni settanta; sulla base dei dati più recenti la tendenza all'aumento delle quotazioni sembrerebbe essersi interrotta.

2. *La condizione dei mercati finanziari*

I rendimenti sulle obbligazioni pubbliche degli Stati Uniti riflettendo soprattutto l'accelerazione, superiore alle attese, dell'attività produttiva erano saliti, tra la metà di marzo e la metà di maggio, di 1,2 punti percentuali, al 4,9 per cento; sono in seguito discesi e si collocano attualmente intorno al 4 per cento.

Anche nell'area dell'euro i rendimenti pubblici decennali si sono ridotti e si attestano intorno al 4 per cento; in Giappone all'1,5.

L'abbondante liquidità sui mercati finanziari contribuisce a deprimere i tassi di interesse e nel contempo a ridurre la variabilità dei corsi delle azioni e delle obbligazioni.

I premi al rischio richiesti sulle obbligazioni delle imprese statunitensi sono rimasti pressoché invariati, su livelli storicamente bassi. Sul mercato azionario gli indici si sono mantenuti attorno agli elevati valori raggiunti alla fine del 2003; il rapporto tra prezzi e utili è tornato su livelli prossimi a quelli medi di lungo periodo.

La variabilità dei corsi azionari e obbligazionari si è attestata su livelli assai contenuti. In un contesto caratterizzato da abbondante liquidità e da bassi tassi di interesse, importanti intermediari finanziari internazionali hanno modificato, in connessione con la debolezza della domanda di credito, la composizione degli investimenti in favore di strumenti a elevato rendimento, al fine di conseguire una più alta redditività del capitale. Hanno accresciuto l'offerta di strumenti derivati che consentono una protezione da eventuali variazioni del valore delle attività finanziarie, assumendo i relativi rischi. L'accresciuta offerta avrebbe determinato un calo dei prezzi delle opzioni e quindi della loro variabilità, che si sarebbe esteso ai mercati a pronti; in una tale situazione il ritorno ai consueti livelli di volatilità potrebbe comportare perdite significative.

Nei paesi emergenti, dopo il rialzo dei premi per il rischio, osservato nella scorsa primavera in relazione alle attese di un imminente aumento dei tassi negli Stati Uniti, le condizioni finanziarie si sono fatte ovunque più distese; vi ha contribuito la ripresa delle esportazioni. Il basso costo del finanziamento ha incoraggiato numerosi paesi emergenti ad

anticipare e intensificare le emissioni di obbligazioni: nella prima metà del 2004 il valore delle emissioni lorde per il complesso delle economie emergenti è stato pari a due terzi di quello, storicamente elevato, quasi 100 miliardi di dollari, registrato nell'intero 2003.

3. *La congiuntura nell'area dell'euro e in Italia*

Nell'area dell'euro la ripresa dell'attività stenta ad acquisire l'intensità raggiunta nel resto dell'economia mondiale. Nel primo semestre del 2004 l'aumento del prodotto è stato pari al 2,3 per cento in ragione d'anno. Tra il primo e il secondo trimestre l'attività economica ha lievemente rallentato.

La crescita del prodotto nel primo semestre dell'anno ha trovato il principale sostegno nella spesa delle famiglie. I consumi sono aumentati in misura sostenuta in Francia; in Germania hanno continuato a diminuire.

L'accumulazione di capitale è proseguita a un ritmo modesto, 0,7 punti percentuali in ragione d'anno. Alla netta accelerazione in Francia si è contrapposta una nuova contrazione in Germania, ancora nel settore delle costruzioni.

Nell'area la crescita delle esportazioni è salita, nel primo semestre, al 7 per cento in ragione d'anno, sulla spinta della forte ripresa del commercio mondiale e della stabilizzazione del cambio effettivo dell'euro. Il risultato riflette l'andamento favorevole registrato dalle esportazioni tedesche, particolarmente competitive anche agli attuali livelli del cambio. L'impulso impresso al prodotto dell'area è stato frenato dal netto incremento delle importazioni.

L'apporto allo sviluppo derivante dall'interscambio commerciale è stato di segno negativo sia in Francia che in Italia.

In Italia nel primo semestre del 2004 la crescita economica si è lievemente rafforzata, ma è rimasta nettamente al di sotto di quella media degli altri paesi. Come

nell'area nel suo complesso, il prodotto ha segnato una decelerazione tra il primo e il secondo trimestre.

Il principale ostacolo all'espansione dell'economia italiana è costituito dal debole andamento delle esportazioni. Dopo la flessione del primo trimestre, nel secondo le vendite all'estero hanno segnato un netto incremento; la ripresa dovrebbe essere proseguita nei mesi estivi, anche se a un ritmo più contenuto. L'aumento nell'anno rimarrebbe di molto inferiore a quello del commercio mondiale; la quota di mercato dei nostri prodotti segnerebbe una ulteriore riduzione.

La penetrazione delle nostre merci incontra difficoltà sia nei paesi dell'area dell'euro, sia nel resto del mondo. La perdita di quote si è fatta più intensa dal 2002.

Riflettendo la minore competitività e l'andamento non favorevole del commercio con l'estero, tra il secondo trimestre del 2003 e il terzo trimestre di quest'anno la produzione industriale non ha segnato alcun aumento; nello stesso intervallo di tempo, nell'area dell'euro è aumentata del 2,8 per cento. Rispetto alla media dei valori registrati nell'anno 2000, si stima che la produzione industriale nello scorso settembre sia risultata inferiore del 2,8 per cento; nell'area dell'euro avrebbe segnato un incremento del 2,5 per cento.

Il processo di accumulazione in Italia ha recuperato, nel primo semestre, la contrazione del 2003. L'andamento è stato positivo soprattutto per gli investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto. L'incremento della spesa delle famiglie è stato dell'1,6 per cento in ragione d'anno. Il risultato si è realizzato nel primo trimestre; nel secondo i consumi hanno registrato un lieve calo, riconducibile alla spesa per i servizi. Gli acquisti di beni durevoli hanno mantenuto una dinamica sostenuta, in connessione con le favorevoli condizioni di offerta di credito e con un lieve recupero di fiducia da parte delle famiglie.

In Italia la dinamica dei prezzi al consumo si è collocata dal secondo trimestre di quest'anno intorno al 2,3 per cento. Nei mesi più recenti è diminuita, portandosi al di sotto

del livello medio degli altri paesi; non si sono ancora manifestati gli effetti del rialzo dei prezzi del petrolio sulle tariffe elettriche e del gas.

Nel primo semestre, sulla base dei conti nazionali, il numero degli occupati è aumentato dello 0,6 per cento in ragione d'anno; nella media dell'area dell'euro l'incremento è stato appena dello 0,2 per cento. La crescita del numero di occupati, nonostante il ristagno dell'attività produttiva, negli anni più recenti ha trovato alimento nella maggiore flessibilità del mercato del lavoro e in una sostanziale moderazione della dinamica dei salari reali.

Tuttavia il costo del lavoro per unità di prodotto nei servizi ha registrato, nel primo semestre, un incremento superiore di oltre due punti percentuali, su base annuale, a quello medio dei maggiori paesi dell'area. Nell'industria in senso stretto il divario ha superato i quattro punti. Vi ha concorso soprattutto l'evoluzione della produttività del lavoro, meno favorevole rispetto agli altri paesi dell'area.

Il tasso di disoccupazione ha continuato a ridursi, ma i differenziali territoriali rimangono estremamente elevati.

4. *Prospettive*

L'espansione dell'economia mondiale sarà nel prossimo anno inferiore a quella eccezionalmente elevata, dell'ordine del 5 per cento, stimata per l'anno in corso.

Il Fondo monetario internazionale in settembre indicava per il 2005 una crescita del 4,3 per cento. A causa anche delle incertezze connesse con le tensioni politiche internazionali e del rialzo, peraltro in via di attenuazione, delle quotazioni del petrolio, la crescita potrebbe risultare inferiore.

Negli Stati Uniti l'aumento del prodotto sarà compreso tra il 3 e il 4 per cento, in linea con l'espansione del reddito potenziale; in Asia la crescita si situerà tra il 6 e il 7 per cento; in Giappone tra il 2 e il 2,5 per cento.

L'aumento del commercio mondiale continuerà a risultare elevato, anche se inferiore a quello registrato quest'anno.

Nell'area dell'euro l'espansione economica proseguirà nell'ultima parte dell'anno in corso e nel 2005.

Incerta, sulla base degli andamenti più recenti, risulta l'espansione della nostra economia.

La produzione industriale tarda a mostrare segni di ripresa. Secondo stime preliminari, in ottobre non ha superato il livello della fine dell'anno 2003. Il prodotto interno lordo è aumentato dello 0,5 per cento nel primo trimestre e dello 0,3 nel secondo; nel terzo trimestre l'incremento non si è discostato da quello del secondo. Nell'anno la crescita è stimata nell'1,2 per cento, nettamente inferiore a quella media degli altri paesi europei.

I consumi delle famiglie crescono in linea con il reddito. La forte espansione del commercio mondiale interessa anche le nostre vendite all'estero; in quantità, proseguendo la ripresa manifestatasi nel secondo trimestre, potranno aumentare nell'anno fino al 5 per cento.

Danno segni di risveglio, dopo la marcata flessione del 2003, gli investimenti.

Dall'indagine condotta dal 17 settembre al 7 ottobre dalle nostre Filiali, che ha interessato 4.157 imprese, di cui 3.094 dell'industria in senso stretto e 1.063 dei servizi non finanziari, risulta che nel 2004 la spesa sarà solo di poco inferiore rispetto ai programmi iniziali; la ripresa degli investimenti dovrebbe proseguire nel 2005, sia nel settore terziario, sia nell'industria.

Nei primi nove mesi di quest'anno la maggioranza delle imprese ha realizzato un aumento del fatturato in termini nominali rispetto allo stesso periodo del 2003; nel corso del

trimestre estivo l'andamento degli ordini avrebbe registrato un miglioramento rispetto a giugno; una quota significativa di imprese, sia nell'industria sia nei servizi, prevede un ulteriore rialzo della domanda nei prossimi sei mesi.

Dato il buon andamento del commercio internazionale, nel 2005 le esportazioni dovrebbero sostenere la congiuntura produttiva. La bassa competitività sul mercato interno comporterà anche una netta espansione delle importazioni; il prodotto interno lordo accelererà rispetto all'anno in corso; tuttavia, sulla base delle tendenze attuali, crescerà meno del 2 per cento.

In base alle stime del nostro modello econometrico, gli investimenti in attrezzature, macchinari e mezzi di trasporto potrebbero espandersi in termini reali tra il 3 e il 4 per cento.

5. *La politica economica*

L'inflazione in ottobre, sulla base di dati preliminari, è discesa al 2 per cento sui dodici mesi.

Depurato dei fattori stagionali, l'indice dei prezzi al consumo in ottobre registra una lieve riduzione rispetto a settembre. Si tratta di un dato di complessa interpretazione. Sulla diminuzione ha influito certamente la debolezza della domanda. Dopo le critiche e il dibattito sui comportamenti tenuti in occasione del cambio del segno monetario, la catena distributiva deve riconquistare la fiducia dei consumatori. Una volontà condivisa di agire in questa direzione può apportare benefici al livello dell'attività economica e alla stessa distribuzione commerciale.

In una fase ciclica ancora incerta, ma caratterizzata da segni di miglioramento, è cruciale l'avvio delle politiche volte a porre le condizioni per una più rapida crescita economica.

È indispensabile procedere nel risanamento dei conti pubblici. Il contenimento del tasso di aumento delle spese correnti è parte di questa strategia; il recupero di basi imponibili è necessario per ridurre le rendite da evasione e da elusione.

I margini per aumentare l'efficienza del settore pubblico sono ampi. Grandi vantaggi potranno derivare da una ulteriore semplificazione amministrativa e da una drastica riduzione dei procedimenti autorizzativi.

Interventi strutturali possono contenere, senza incidere sulla qualità e sulla disponibilità dei servizi, l'aumento della spesa nel settore sanitario.

Nel medio termine vanno verificate, in maniera approfondita, la dimensione e la certezza dei risparmi di spesa connessi con le riforme previdenziali.

Il processo di decentramento territoriale non può non comportare un trasferimento di organici e di unità amministrative.

In un contesto di dotazioni infrastrutturali carenti anche in servizi essenziali come trasporto, distribuzione idrica, disponibilità dell'energia a costi contenuti, la spesa per lavori pubblici nel corso dell'anno 2004 è rimasta in termini reali sui livelli dell'anno precedente. Provvedimenti straordinari e finanziamenti adeguati possono accelerare il passaggio dalla fase di decisione a quella di realizzazione delle opere. Forme di prevenzione o di risoluzione dei conflitti di attribuzione, insieme con meccanismi innovativi nella collaborazione con il sistema creditizio, possono contribuire all'effettivo avvio delle opere. L'iniziativa privata può farsi carico di una quota rilevante del costo degli investimenti allorché interessino la fornitura di servizi remunerati da tariffe.

Una intensificazione dell'attività in questo settore accresce la competitività dell'economia; darà risultati immediati in termini di aumento della domanda interna.

Vanno rafforzate le politiche di liberalizzazione, di stimolo della concorrenza. La riduzione delle imposte avrà un effetto positivo sulle aspettative e sulla crescita se non determina un aumento del disavanzo del settore pubblico e del debito.

Se, in altri termini, viene percepita come sostenibile.

È necessario muovere verso un alleggerimento del carico fiscale anche per le imprese. Azioni volte ad agevolare la loro crescita dimensionale e a incentivare l'innovazione tecnologica sono indispensabili per bene operare in un sistema sempre più esposto alla concorrenza internazionale.

Sulle condizioni delle imprese nell'ultimo triennio ha influito l'incerta situazione congiunturale. Le banche hanno continuato a fornire il loro sostegno nella difficile fase. Nel quadro dei nuovi rapporti di collaborazione sono impegnate a ulteriormente favorire, anche ampliando la gamma dei servizi, l'accesso ai finanziamenti, in particolare per le imprese di minori dimensioni e per quelle innovative.

Non può tardare una riforma organica del diritto fallimentare. In assenza delle condizioni per una revisione completa, in tempi rapidi, si possono introdurre oppure riformare alcuni istituti. Occorre prevedere, con un intervento del legislatore, ipotesi di gestione tempestiva della crisi di impresa, al di fuori delle procedure concorsuali o prima che a esse si debba ricorrere. Interventi di riforma sono necessari in tema di azioni revocatorie, per assicurare la certezza dei rapporti tra impresa e creditori, innanzitutto fornitori e banche, nonché per evitare l'interruzione improvvisa del finanziamento all'impresa a motivo, in primo luogo, dei profili giurisprudenziali in tema di responsabilità penali.

Siamo a un passaggio difficile della nostra economia.

In una situazione di non piena occupazione dei fattori produttivi e di basso sviluppo, la formazione del risparmio nell'economia e la sua disponibilità da parte delle famiglie dipendono dall'incremento dell'attività di investimento e dall'accelerazione della crescita.

La difesa del risparmio, in primo luogo attraverso la stabilità degli intermediari, la sua allocazione da parte del sistema bancario in favore delle imprese più valide e più

innovative, attraverso metodi di erogazione efficienti, sono indispensabili per accrescere il tasso di sviluppo potenziale dell'economia.

Azioni coerenti della politica, delle parti sociali, delle stesse imprese debbono rafforzare i segni di ripresa.

La percezione, da parte di imprese e famiglie, della volontà di procedere lungo tale direzione, colmando le carenze, incoraggiando la produttività e la competitività, può rimuovere il pessimismo, favorire la ripresa su più solide basi dell'attività economica e degli investimenti, far ritrovare alla nostra economia la via dello sviluppo.