



**CAMERA DI COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO E
AGRICOLTURA DI VARESE**

Rapporto sull'economia della provincia di Varese

**Ricerca condotta dalla
Università Carlo Cattaneo – LIUC**

**L'ITALIA ALLA VIGILIA DELL'EURO:
CONGIUNTURA E PROSPETTIVE MACROECONOMICHE**

Giuseppe Ferraguto

(Università Bocconi)

giugno 1998

ANALISI CONGIUNTURALE

CAPITOLO 1

**L'ITALIA ALLA VIGILIA DELL'EURO:
CONGIUNTURA E PROSPETTIVE MACROECONOMICHE**

Giuseppe Ferraguto
Università L. Bocconi - Milano

Giugno 1998

INDICE

Sommario

1. Lo scenario internazionale

- 1.1 Il Giappone: un'economia in stagnazione
- 1.2 *Approfondimento* - La crisi asiatica
- 1.3 Gli Stati Uniti: ancora crescita, ma a ritmi più sostenibili
- 1.4 Eurolandia: una ripresa in via di consolidamento
- 1.5 I tassi di interesse e gli orientamenti di politica monetaria in Europa
- 1.6 *Approfondimento* – Politica monetaria in Eurolandia: “one-size-fits-all”?
- 1.7 *Approfondimento* - Euro: una valuta forte o una valuta debole?

2. L'economia italiana

- 2.1 La performance macroeconomica nel 1997
- 2.2 *Approfondimento* – La composizione merceologica delle esportazioni italiane verso il Sud-Est asiatico
- 2.3 L'inflazione e l'aggiustamento fiscale
- 2.4 *Approfondimento* - Patto per la stabilità e la crescita, Piano Waigel, e Dpef 1999-2001
- 2.5 La congiuntura e le prospettive macroeconomiche nel 1998-99

L'Italia alla vigilia dell'Euro: congiuntura e prospettive macroeconomiche
di Giuseppe Ferraguto

- L'analisi delle prospettive macroeconomiche dei principali paesi industriali induce ad attendersi tassi di crescita prossimi al 2.5% per il biennio 1998-99 - inferiori al 3% messo a segno nel 1997, ma comunque più che soddisfacenti. L'inflazione dovrebbe mantenersi bassa, intorno al 2%, e la disoccupazione mediamente scendere sotto il 7% . Le politiche di bilancio dovrebbero consolidare ulteriormente i successi conseguiti negli ultimi anni in termini di correzione degli squilibri dei conti pubblici, e i tassi di interesse mantenersi relativamente bassi se confrontati con i livelli prevalenti nell'ultimo decennio.
- Questo scenario aggregato cela andamenti differenziati tra maggiori paesi ed aree geografiche del mondo. In particolare, continua ad essere fonte di preoccupazione la situazione economica in Asia. A meno di ulteriori aggravamenti e di pericolosi risvolti sul piano politico-sociale, la crisi finanziaria che ha recentemente investito alcuni paesi del Sud-Est asiatico determinerà una flessione dell'attività economica nell'area, ed eserciterà un effetto di contenimento (valutabile intorno ad un punto percentuale nel 1998) sulla crescita mondiale.
- La crisi asiatica avrà tuttavia riflessi particolarmente negativi sul Giappone. Essa si aggiunge ad altri fattori di debolezza di questa economia, e nell'anno in corso concorrerà a determinare una flessione del PIL giapponese, ormai in aperta recessione. Una ripresa della crescita nella regione asiatica, sia pure a ritmi molto modesti, è attesa solo per il 1999.
- L'espansione statunitense continua a procedere in modo vigoroso. Nel corso del 1998 e nel 1999 gli Stati Uniti continueranno a crescere, ma a tassi più sostenibili, anche a causa del forte apprezzamento del dollaro e della contrazione della domanda estera conseguente alla crisi asiatica. L'impatto deflazionistico esercitato da questi stessi fattori rende poco probabile, almeno nel breve termine, quell'aumento dei tassi di interesse statunitensi che nei mesi scorsi è stato a più riprese ritenuto imminente.
- Gli undici paesi ammessi a partecipare al terzo stadio dell'UEM ("Eurolandia") faranno registrare tassi di espansione dell'attività economica prossimi al 3% nel prossimo biennio, e costituiranno dunque l'area del mondo a più elevata crescita.
Il consolidamento della ripresa in Eurolandia sarà prevalentemente dovuto ad una favorevole dinamica della domanda interna all'area - di investimenti in primo luogo, ma anche di consumi. Essa beneficerà della tendenziale riduzione dei tassi di interesse a lungo termine in atto ormai da tempo in Europa, delle opportunità offerte dal logico completamento del progetto di mercato unico rappresentato dall'introduzione dell'euro, e dei successi conseguiti da tutti i paesi sul piano del consolidamento delle posizioni di bilancio del settore pubblico - successi che, nonostante i vincoli imposti dal

Patto di stabilità, consentiranno di adottare politiche fiscali meno restrittive di quanto avvenuto nel 1997, ancorchè sempre rigorose.

- Entro la fine dell'anno si completerà il processo di convergenza dei tassi a breve in Europa, che è andato procedendo a ritmi più lenti di quanto non sia avvenuto nel caso dei tassi a lungo termine. Secondo la maggior parte degli osservatori, questa convergenza si realizzerà ad un livello compreso tra il 3.5 e il 3.7%, come risultato di progressive riduzioni nei paesi con tassi relativamente elevati (tra cui l'Italia), e di aumenti nei paesi della *core-Europe*. E' inoltre probabile che, nel tentativo di prevenire possibili tensioni inflazionistiche innescate dall'espansione che ci si attende in Europa nel prossimo biennio, la Banca Centrale Europea piloti successivamente i tassi di mercato monetario fino ai livelli intorno al 4.5% entro la fine del 1999.
- Tenuto conto del cambio dollaro statunitense/ECU che è lecito attendersi per fine 1998, è opinione largamente condivisa che il tasso di cambio dollaro/euro si collocherà intorno al livello di 1,1 USD per euro all'inizio del 1999. Per quanto riguarda l'andamento successivo del valore esterno della nuova valuta europea, esistono ragioni per attendersi un euro relativamente "forte" tanto nel breve quanto nel lungo periodo. Tra queste: il già citato possibile aumento dei tassi di interesse in Europa tra qui e fine 1999, la crescita relativamente sostenuta in Eurolandia, il ruolo che l'euro andrà assumendo quale valuta di denominazione di transazioni commerciali e di strumenti finanziari, nonchè il suo prevedibile impiego quale importante valuta di riserva da parte delle banche centrali extra-europee.
- Nel 1997 l'economia italiana ha fatto registrare un tasso di crescita del PIL dell'1.5% (più che doppio di quello messo a segno nel 1996, ma ancora inferiore al tasso osservato nell'insieme dei paesi dell'Unione Europea). Alla ripresa della crescita dell'economia italiana, avviatasi all'inizio della primavera dello scorso anno, ha concorso in modo determinante l'espansione della domanda interna, di consumi in primo luogo. La crescita dei consumi ha preso soprattutto la forma di un aumento degli acquisti di beni durevoli, ed ha beneficiato in modo importante degli incentivi fiscali all'acquisto di autoveicoli. La crescita della domanda di autoveicoli spiega da sola circa la metà dell'espansione dei consumi privati e quasi un terzo della crescita del PIL verificatesi nel 1997. Il contributo alla crescita proveniente dagli investimenti è stato invece molto modesto; negativo quello dell'estero.
- Nel corso del 1997, l'accelerazione della crescita in Italia si è coniugata con il conseguimento di importanti successi sul fronte del contenimento della dinamica dei prezzi, della convergenza dei nostri tassi di interesse ai livelli dei maggiori partner europei, e della correzione degli squilibri fiscali. In particolare, le indicazioni che è possibile trarre dai sondaggi sulle aspettative degli operatori e dall'inclinazione assunta dalla curva dei rendimenti secondo la scadenza inducono ad attribuire un carattere duraturo ai successi recentemente conseguiti sul fronte dell'inflazione. Quanto ai tassi di interesse, il differenziale a lunga nei confronti della Germania è sceso dai quasi 500 punti base dell'inizio del 1996 agli attuali 20-

30 pb, anche grazie alla revisione verso il basso delle aspettative di inflazione di cui si è appena detto, della crescente probabilità che i mercati sono andati assegnando alla nostra partecipazione all'Unione monetaria, e ai progressi sul piano del risanamento fiscale.

- Quest'ultimo è il fronte su cui sono stati conseguiti i successi più importanti, ed eclatanti. Anche se circa un quarto della riduzione del rapporto deficit/PIL verificatasi nel 1997 (pari a ben 4 punti percentuali) è spiegato dall'adozione di misure temporanee, esistono ragioni per giudicare almeno in certa misura permanenti i progressi realizzati, e considerare plausibile il percorso di rientro del debito delineato nel Dpef 1999-2001. Tra queste, il circolo virtuoso innescato dall'aggiustamento compiuto lo scorso anno, che ha consentito l'aggancio dei nostri tassi di interesse ai livelli europei e determinato una riduzione del costo medio dei titoli di stato che - pari a quasi due punti tra fine 1996 e il febbraio 1998 - è più che probabile prosegua anche in futuro.
- Anche se con qualche incertezza, evidenziata ad esempio dall'andamento altalenante mostrato dalla produzione industriale nei primi mesi di quest'anno, la ripresa sembra procedere a ritmi più sostenuti nel 1998. L'anno in corso dovrebbe chiudersi con una crescita del PIL intorno al 2.3-2.4%, e si prevede che nel 1999 l'economia italiana si espanda ad un tasso prossimo al 3%. Diversamente da quanto avvenuto nel 1997, a trainare la crescita nel prossimo biennio dovrebbe essere la domanda di investimenti - tanto quelli in macchinari e impianti, sostenuti dalla riduzione in atto nei tassi di interesse nominali e reali, quanto quelli in costruzioni (in quest'ultimo caso, anche grazie agli incentivi fiscali introdotti dal Governo per le ristrutturazioni residenziali).
Anche per il prossimo biennio l'inflazione dovrebbe collocarsi sotto il 2%, e la correzione degli squilibri fiscali potrà giovare della favorevole evoluzione dell'attività economica. Il nostro sistema economico si troverà comunque a fronteggiare le sfide poste dalla partecipazione all'unione monetaria, con il conseguente venir meno della possibilità di far ricorso ad una politica monetaria e di cambio autonoma, e in presenza dei vincoli imposti dal Patto di stabilità. Con ogni probabilità ciò imporrà cambiamenti nei comportamenti degli operatori e la necessità di riforme strutturali più profonde di quelli che il nostro paese ha sinora conosciuto.

1. Lo scenario internazionale

Il passaggio alla terza fase dell'Unione economica e monetaria (UEM) in Europa avrà conseguenze profonde, ancora solo in parte esplorate, sulle economie dei paesi partecipanti.

Un'unica politica monetaria si sostituirà ad undici diverse - anche se a volte strettamente coordinate - politiche monetarie nazionali; un'unica moneta rimpiazzerà presto le valute dei paesi ammessi.

La politica monetaria e il livello cui la Banca Centrale Europea (BCE) piloterà i tassi di interesse rifletteranno le condizioni mediamente prevalenti nell'area, piuttosto che quelle proprie di un singolo paese. Analogamente, la politica di cambio terrà conto dell'andamento di competitività e prezzi nell'Unione nel suo insieme.

Per questo, le prospettive macroeconomiche di un paese come l'Italia sono oggi più che mai condizionate dall'evoluzione dello scenario economico internazionale.

Nel complesso, un'analisi aggregata di questo scenario fornisce indicazioni confortanti. Nell'insieme dei paesi industriali, la crescita è prevista procedere a tassi prossimi al 2.5% nel 1998 e nel 1999; l'inflazione dovrebbe mantenersi bassa, intorno al 2%, e la disoccupazione scendere sotto il 7%. Le politiche di bilancio dovrebbero ulteriormente consolidare i successi conseguiti negli ultimi anni in termini di correzione degli squilibri dei conti pubblici, e i tassi di interesse mantenersi relativamente bassi se confrontati con i livelli prevalenti nell'ultimo decennio (Tabelle 1-5).

Questo scenario aggregato cela però andamenti differenziati tra maggiori paesi ed aree geografiche del mondo.

In particolare, nelle pagine che seguono viene analizzata la situazione economica in Asia, attualmente fonte di preoccupazione. A meno di un ulteriore - e

per ora non previsto - aggravamento, la crisi finanziaria che ha recentemente investito alcuni paesi del Sud-Est asiatico eserciterà un effetto di contenimento sulla crescita mondiale; come già visto, questa procederà comunque a ritmi soddisfacenti.

La crisi avrà tuttavia riflessi particolarmente negativi sul Giappone. Essa si aggiungerà ad altri fattori di debolezza di questa economia, e nell'anno in corso concorrerà a determinare una flessione del PIL giapponese.

Dopo un'analisi dell'economia statunitense, le cui conclusioni inducono ad attendersi un lieve ridimensionamento dei ritmi di crescita ed a ritenere improbabile, almeno nel breve termine, un aumento dei tassi di interesse da parte della Federal Reserve, vengono approfondite le prospettive macroeconomiche dei paesi partecipanti all'Unione monetaria. Per gli ovvi riflessi sull'economia italiana, particolare attenzione è dedicata agli orientamenti di politica monetaria della Banca Centrale Europea, e alla prevedibile evoluzione dei tassi di interesse in Europa.

1.1 Il Giappone: un'economia in stagnazione

L'economia giapponese attraversa una delle fasi congiunturali più critiche degli ultimi decenni. Alle difficoltà delle istituzioni creditizie che si protraggono dallo sgonfiarsi della bolla finanziaria all'inizio degli anni novanta, a partire dal 1997 si sono aggiunti un orientamento della politica fiscale considerato inadeguato – per tempistica e dimensione degli interventi - dalla maggior parte degli osservatori, nonché gli effetti della crisi del Sud-Est asiatico.

La svolta in senso restrittivo impresso alla politica fiscale giapponese lo scorso anno ha risposto al comprensibile obiettivo di giungere ad una riduzione del rapporto tra debito pubblico e PIL, e di preparare le finanze pubbliche a reggere il peso degli oneri derivanti da un progressivo invecchiamento della popolazione e dalla conseguente crescita tendenziale della spesa pensionistica e di quella sanitaria. Essa ha però contribuito in modo importante ad arrestare sul nascere l'espansione che si era materializzata nel 1996.

Anche se tra la fine del 1997 e l'inizio del 1998 sono state adottate o programmate misure volte ad invertire l'orientamento della politica fiscale, sino allo scorso aprile l'entità di questi interventi non è stata adeguata alla gravità della fase congiunturale attraversata dall'economia. Le riduzioni temporanee delle imposte che ne sono state parte integrante non si sono tradotte in un aumento della domanda interna delle dimensioni sperate, soprattutto in considerazione di un clima di fiducia delle famiglie già scosso dalle difficoltà attraversate dal settore finanziario, dall'impatto - corrente e previsto - della crisi asiatica, e da un aumento del tasso di disoccupazione che a marzo ha toccato il livello massimo dal 1972 (3.9%).

L'attenzione rivolta negli ultimi mesi agli orientamenti della politica fiscale giapponese è anche giustificata dalla constatazione che - con tassi di intervento intorno al mezzo punto percentuale in termini nominali, e negativi in termini reali - non esistono margini per accentuare l'orientamento espansivo della politica monetaria.

A tassi di interesse ufficiali che permangono ai livelli più bassi al mondo fanno tuttavia riscontro un aumento del costo per le imprese dell'indebitamento bancario e una crescita dell'offerta di credito molto inferiore a quanto sarebbe giustificato da una politica monetaria fortemente espansiva. Tutto ciò riflette anche la cautela di un sistema bancario già oberato da elevate sofferenze (l'ammontare complessivo dei crediti di dubbia esigibilità vantati dal sistema bancario giapponese era stimato intorno ai 77,000 miliardi di yen a fine 1997 - circa il 15% del PIL), e pone le premesse per un pericoloso circolo vizioso, in cui la profittabilità delle imprese, già in forte contrazione, può essere ulteriormente ridotta da un aumento del peso degli oneri finanziari e retroagire sulla solidità delle banche, le loro principali fornitrici di capitale.

Questi elementi di debolezza sono stati amplificati dalla crisi asiatica, che ha ulteriormente peggiorato la qualità dell'attivo del sistema bancario giapponese, fortemente esposto nei confronti dell'area. Come discusso nell'Approfondimento a pag. 8, anche trascurando i canali di trasmissione passanti per i mercati finanziari, l'importanza rivestita per il Giappone dei recenti sviluppi nel Sud-Est asiatico può essere colta tenendo presente che circa un terzo dell'interscambio commerciale giapponese ha luogo con la regione più immediatamente interessata dalla crisi.

Agli effetti diretti di quest'ultima, consistenti in una contrazione della domanda espressa da un importante mercato di sbocco, vanno aggiunti quelli che scaturiscono da una perdita di competitività delle produzioni giapponesi sui mercati terzi, a vantaggio di paesi le cui valute hanno subito pesanti deprezzamenti (e in particolare della Corea del Sud, nazione con una struttura dell'export molto simile a quella giapponese).

Secondo recenti stime dei maggiori organismi internazionali, nel corso del 1998 la crisi asiatica ridurrà di circa un punto percentuale il tasso di crescita reale dell'economia giapponese. Anche scontando la consistente manovra fiscale (16,000 miliardi di yen) approvata ad aprile, i cui effetti si manifesteranno appieno prevedibilmente solo il prossimo anno, il PIL giapponese dovrebbe far registrare una flessione nel 1998, per poi tornare a crescere ad un tasso positivo, ma ancora molto modesto, nel corso del 1999.

Mentre i fattori che hanno fatto del Giappone una delle economie più dinamiche del dopoguerra continueranno a svolgere il loro ruolo anche in futuro, quest'ultimo scorcio degli anni '90 mette in evidenza alcune debolezze strutturali del sistema economico giapponese, e pone la seconda economia del mondo di fronte ad alcune sfide. Tra queste:

- la necessità di risolvere la crisi del sistema bancario, tramite una sua ricapitalizzazione e una ristrutturazione capace di aumentare i margini di profitto e ridurre gli attuali eccessi di capacità nel settore;
- l'opportunità di rimuovere o comunque ridimensionare alcuni dei fattori - tra cui le caratteristiche dell'imposizione fiscale su di esse gravante - che hanno indotto le imprese a porre un accento maggiore sull'espansione della capacità produttiva, perseguendo anche progetti di dubbia redditività spesso finanziati col ricorso all'indebitamento bancario, più che sul conseguimento di adeguati margini. La creazione di un mercato dei capitali efficiente e trasparente rappresenta una precondizione per il raggiungimento di questo obiettivo;
- la necessità di realizzare guadagni di efficienza in alcuni settori poco esposti alla concorrenza estera - tra cui telecomunicazioni, trasporti, elettricità - anche attraverso opportune deregolamentazioni e liberalizzazioni.

Alcuni di questi interventi sono già nell'agenda delle autorità giapponesi. Tra questi, importanti misure volte a ricapitalizzare alcune istituzioni creditizie e a minimizzare il rischio di un *credit crunch*. Nel frattempo, e almeno per il prossimo biennio, il Giappone continuerà a svolgere quel ruolo di freno all'espansione dell'economia mondiale che - avendo messo a segno tassi medi annui di crescita di poco superiori all'1% tra il 1992 e il 1997 - esso ha di fatto già svolto nel corso dell'ultimo quinquennio.

1.2 Approfondimento - La crisi Asiatica

Innescata da ripetuti attacchi speculativi ai danni del baht thailandese tra la primavera e l'estate del 1997, la crisi economica e finanziaria del Sud-Est asiatico ha rapidamente contagiato Indonesia, Filippine, Malesia e Corea del Sud. Pesanti, anche se di intensità inferiore, sono state le ripercussioni su altre economie di recente industrializzazione (Singapore, Taiwan, Hong Kong).

Le valute di questi paesi, Hong Kong escluso, hanno fatto registrare forti deprezzamenti; si sono anche verificate drastiche cadute dei corsi azionari e dei valori immobiliari. Il deprezzamento del cambio è stato particolarmente notevole (80% sul dollaro statunitense rispetto alla prima metà del 1997) nel caso dell'Indonesia, paese in cui la crisi finanziaria si è recentemente accompagnata a disordini sociali che potrebbero ulteriormente compromettere le possibilità di ripresa economica.

Nel recente passato, i paesi più immediatamente interessati dalla crisi hanno fatto registrare *performance* in termini di crescita tra le migliori al mondo, a volte spettacolari. Soprattutto a partire dalla seconda metà del 1995, in corrispondenza della fase di apprezzamento del dollaro USA, alla crescita economica si è tuttavia accompagnato un progressivo ampliamento dei deficit delle partite correnti e un conseguente aumento dell'indebitamento con l'estero. Si calcola che, nel 1997, i debiti esteri degli otto paesi più direttamente colpiti dalla crisi ammontassero complessivamente al 40% del PIL dell'area, e che circa i due terzi di queste obbligazioni avessero scadenza non superiore all'anno.

L'indebitamento e i deficit nei conti con l'estero sono stati il riflesso di un eccesso di domanda di investimenti sull'offerta di risparmio nazionale, colmato -- in anni di tassi di interesse relativamente bassi nei paesi industrializzati -- da un afflusso di capitale estero. Quest'ultimo è stato a sua volta canalizzato dal sistema bancario locale al finanziamento di progetti di investimento a volte di dubbia profittabilità.

La crisi si è innescata quando, ai dubbi circa la redditività prospettica di questi progetti probabilmente già latenti tra gli investitori internazionali, si sono aggiunte aspettative di un rialzo dei tassi statunitensi e si è diffusa la percezione di una insostenibilità di lungo periodo di deficit correnti dell'ordine del 3-6% del PIL all'anno.

Data anche la composizione per scadenza dell'indebitamento con l'estero, questo mutamento nei sentimenti di mercato ha avuto conseguenze particolarmente dirimpenti, e condotto alla predisposizione di interventi di sostegno da parte del FMI e altri organismi internazionali che dovrebbero complessivamente superare i 110 miliardi di dollari.

Oltre che a severe politiche monetarie e fiscali, la concessione di questi finanziamenti è stata condizionata al varo di riforme strutturali nel settore finanziario. Le disfunzioni e le inefficienze prima ricordate nell'allocazione del credito e le carenze nell'attività di vigilanza del sistema bancario hanno infatti contribuito in modo determinante alle recenti turbolenze.

Benchè alcuni effetti dell'adozione di queste misure abbiano iniziato a manifestarsi già nei primi mesi dell'anno in corso almeno in alcuni paesi (Corea del Sud in primo luogo), le conseguenze della crisi in termini di caduta dell'attività economica nell'area saranno pesanti per tutto il 1998. L'avvio di una timida ripresa è atteso solo per il 1999, e questo sempre a meno di pericolosi riflessi sul piano sociale della crisi economica.

La flessione della domanda proveniente dall'area avrà ripercussioni sulla crescita economica dei paesi industrializzati. Tra questi, il Giappone è quello con i più stretti legami economici con l'area, e che sarà dunque il più colpito. Ad esempio, come mostra la Tabella che segue, nel 1996 oltre il 30% dell'interscambio commerciale giapponese aveva luogo con gli otto paesi più direttamente investiti dalla crisi. Questi legami sono inferiori nel caso degli Stati Uniti, ed ancora più modesti in quello dei paesi europei.

Quote interscambio commerciale con:

:	ASEAN-4 (1)	Economie asiatiche di nuova industrializzazione (2)
U.S.A.	5.0	11.3
Giappone	12.2	18.2
Germania	2.0	3.5
Francia	1.5	2.8
Italia	1.4	2.9
Regno Unito	2.5	5.2
Totale paesi ind.	3.6	6.8

(1) Thailandia, Indonesia, Filippine, Malesia

(2) Corea, Singapore, Taiwan, Hong Kong

Fonte: I.M.F., World Economic Outlook, December 1997

Per questo, per 1998-99 recenti stime dell'OCSE quantificano i costi della crisi nella perdita di circa un punto percentuale all'anno in termini di tasso di crescita del PIL nel caso del Giappone, in una flessione di poco meno di mezzo punto in quello degli Stati Uniti, e di circa un terzo di punto all'anno per i paesi dell'Unione Europea.

Ovviamente, le conseguenze sui singoli settori industriali nei vari paesi dipendono dall'importanza che, per ciascuno, il Sud-Est asiatico riveste in quanto mercato di sbocco e concorrente sui mercati esteri. Un successivo Approfondimento fornisce alcuni elementi per valutare il possibile impatto della crisi asiatica sui vari settori manifatturieri italiani.

1.3 Gli Stati Uniti: ancora crescita, ma a ritmi più sostenibili

Cresciuta a tassi mediamente superiori al 3% nell'ultimo biennio, e prossimi al 4% lo scorso anno, l'economia statunitense continuerà ad essere anche nel 1998 il paese industrializzato che metterà a segno il tasso più elevato di espansione dell'attività economica.

Nel primo trimestre di quest'anno, il tasso di crescita del PIL ha fatto registrare un tendenziale superiore al 4%, l'inflazione al consumo si è mantenuta intorno al 2%, e il tasso di disoccupazione si è collocato ad aprile ai livelli più bassi dal 1970 (4.3%).

L'apparente paradosso rappresentato dalla coesistenza di un'inflazione in declino e di tassi di disoccupazione anch'essi bassi e decrescenti - fenomeno che ha indotto alcuni osservatori a parlare dell'emergere di una "*new economy*" - è in realtà spiegato dagli effetti congiunti del declino dei prezzi del petrolio e di altre materie prime sui mercati internazionali, dell'apprezzamento del dollaro e della dinamica della produttività.

I primi due fattori hanno dato alle imprese la possibilità, e l'incentivo, a perseguire politiche di prezzo improntate alla moderazione; il terzo - un aumento del prodotto per ora lavorata nell'ordine dell'1.8% nell'ultimo biennio, molto al di sopra del modesto 0.3% all'anno osservato tra il 1992 e il 1995 - ha consentito che la crescita dei salari nominali, favorita dall'esistenza di una domanda di lavoro elevata e crescente, fosse compatibile con una dinamica molto contenuta dei costi del lavoro per unità di prodotto.

Il vigore dell'espansione economica ha generato aspettative di una svolta in senso restrittivo della politica monetaria: analogamente a quanto avvenuto in passato in simili fasi congiunturali, è sembrata più volte imminente la decisione della Federal Reserve di aumentare i tassi ufficiali al fine di stroncare sul nascere eventuali tensioni inflazionistiche, in un'economia che dava segni di surriscaldamento ciclico. In realtà, anche in maggio non si sono avute variazioni dei tassi ufficiali, e ciò anche per via dell'accentuarsi degli effetti della crisi asiatica sull'economia statunitense. Questi effetti possono essere chiaramente rinvenuti nelle informazioni recentemente divulgate sul deficit commerciale USA nel mese di marzo (crescita del disavanzo nei confronti del Giappone e dei nuovi paesi industrializzati), e nei dati sull'andamento dell'occupazione del settore manifatturiero.

Crisi asiatica e apprezzamento del dollaro condurranno con ogni probabilità ad un rallentamento della crescita statunitense nell'anno in corso e nel 1999. Questa dovrebbe procedere comunque a ritmi più che soddisfacenti, ed essere trainata - in presenza di una contrazione della domanda estera - soprattutto dalla dinamica della domanda interna.

1.4 Eurolandia: una ripresa in via di consolidamento

Dopo alcuni anni di performance economica relativamente modesta, la crescita dei paesi europei dovrebbe sostanzialmente raggiungere (1998) e poi superare (1999) i livelli osservati negli Stati Uniti, e questo anche scontando un probabile rallentamento nel Regno Unito (paese il cui ciclo, anche in questa fase congiunturale, mostra una sincronia maggiore con l'economia USA che non con l'Europa continentale).

Il consolidamento della ripresa dovrebbe essere ancora più evidente nell'area, più ristretta, costituita dalle undici nazioni ammesse lo scorso maggio a partecipare al terzo stadio dell'UEM ("Eurolandia").

Dopo il modesto +1.6% messo a segno nel 1996, e aver chiuso il 1997 con un tasso di crescita del PIL del 2.4%, si prevede che questi paesi cresceranno complessivamente ad un tasso pari al 2.8% nel 1998, e al 3% nel 1999.

A conferma della plausibilità di questo scenario, vari indicatori segnalano un'accelerazione dell'attività economica nell'Europa continentale tra la fine del 1997 e il primo trimestre dell'anno in corso, accelerazione che tra l'altro procede negli undici paesi in modo più uniforme di quanto non accadesse anche solo pochi trimestri fa. In particolare, continua la crescita della produzione industriale, e - a conferma della ripresa in atto nella domanda di investimenti - soprattutto di quella di beni capitali; gli ordinativi dall'estero hanno recentemente mostrato ulteriori tendenze al rialzo, segno che la maggior domanda espressa dall'area sta più che compensando la flessione di quella proveniente dai mercati asiatici; la situazione del mercato del lavoro mostra segni di miglioramento non più solo nei paesi a crescita più elevata (Irlanda, Spagna, Portogallo, Finlandia), ma recentemente anche in Germania e Francia; il clima di fiducia dei consumatori e la domanda delle famiglie continuano a far registrare variazioni positive dalla metà del 1997.

A trainare la crescita nel prossimo biennio sarà la domanda interna all'area - di investimenti in primo luogo, ma anche di consumi. Essa dovrebbe beneficiare

della tendenziale riduzione dei tassi di interesse a lungo termine in atto ormai da tempo in Europa, delle opportunità offerte dal logico completamento del progetto di mercato unico rappresentato dall'introduzione dell'Euro, e dei successi conseguiti in tutti i paesi sul piano del consolidamento delle posizioni di bilancio del settore pubblico (successi che - nonostante i vincoli imposti dal Patto di stabilità - consentiranno di adottare politiche fiscali meno restrittive, ancorchè sempre rigorose, di quanto avvenuto nel 1997).

Infine, la crescita prevista per il prossimo biennio dovrebbe tradursi in una flessione - cumulativamente pari a quasi un punto percentuale - del tasso di disoccupazione; questo si manterrà comunque ad un livello molto elevato, superiore al 10% e più che doppio di quello prevalente negli Stati Uniti.

1.5 I tassi di interesse e gli orientamenti di politica monetaria in Europa

Come già menzionato, i tassi di interesse a lungo termine in Europa sono andati riducendosi nell'ultimo biennio; si è pure verificata una diminuzione - a volte notevole - dei differenziali osservati tra "core-Europe" e altri paesi dell'area (Italia in primo luogo). E' percezione diffusa che l'atteso processo di convergenza dei tassi a lunga tra i paesi dell'UEM si sia ormai concluso, dal momento che le differenze residue (dell'ordine dei 20 punti base) riflettono diversità nel rischio-emittente che permarranno anche dal 1999 in avanti.

La convergenza è stata invece più lenta nel caso dei tassi a breve termine, sotto un controllo più diretto da parte delle autorità monetarie. Attualmente, il loro livello va dal 3.3% di Germania e Francia, a oltre il 5 e il 6.5% dell'Italia e dell'Irlanda, rispettivamente.

Da qui al primo gennaio 1999, per via dell'eliminazione del rischio di cambio conseguente alla fissazione irrevocabile delle parità tra le valute dei paesi UEM e la sostanziale inesistenza di rischi di credito per le scadenze più brevi, questi tassi non potranno che convergere ad un livello comune.

Secondo la maggior parte degli osservatori, questa convergenza si realizzerà, entro la fine del 1998, ad un livello compreso tra il 3.5 e il 3.7%, come risultato di progressive riduzioni nei paesi con tassi relativamente elevati, e di aumenti nei paesi della "core-Europe":

Se questo sarà dunque, con ogni probabilità, il livello dei tassi a breve che la BCE "erediterà" al momento in cui diverrà pienamente operativa, il loro andamento dal 1999 in avanti dipenderà in misura importante dagli orientamenti della neonata autorità monetaria.

Il perseguimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi potrà richiedere interventi volti a frenare eventuali tensioni inflazionistiche innescate dall'espansione che ci si attende in Europa nel prossimo biennio. Nonostante la disoccupazione nel continente resti elevata, vista la sua natura in buona misura strutturale non è escluso che tassi di crescita intorno al 3% possano determinare tensioni sul fronte dei salari e dei prezzi. Se ciò avvenisse, è lecito attendersi che, per impedire al tasso di inflazione di superare il 2% (valore giudicato consistente col perseguimento dell'obiettivo "stabilità dei prezzi"), la BCE piloti i tassi di mercato monetario fino a livelli intorno al 4.5% entro la fine del 1999.

La positiva evoluzione dell'attività economica nell'area dell'Euro darà alla BCE la possibilità di dimostrare ai mercati la propria determinazione nel perseguire l'obiettivo di stabilità dei prezzi nel modo - anche dal punto di vista politico - meno costoso: intervenendo per frenare un'espansione che potrebbe divenire troppo rapida, piuttosto che attraverso il mancato ricorso a politiche espansive pur in presenza di un'economia in recessione.

Anche se la BCE inizierà dunque ad operare in uno scenario macroeconomico favorevole, ciò non toglie che essa dovrà rispondere, nell'immediato come in futuro,

a difficili sfide: individuare un corso di politica monetaria appropriato per paesi che potranno trovarsi in fasi cicliche non perfettamente coincidenti, e tener conto dell'esistenza di differenze tra paesi dell'Unione nei tempi e nell'intensità con cui variazioni della quantità di moneta influenzano l'attività economica. L'ultimo di questi problemi è affrontato nell'Approfondimento che segue.

1.6 Approfondimento - Politica monetaria in Eurolandia: “one-size-fits-all”?

Uno degli effetti più immediatamente visibili dell'unificazione monetaria in Europa consisterà nel trasferimento alla Banca Centrale Europea (BCE) delle responsabilità di politica monetaria per l'intera area dell'Euro. Un'unica politica monetaria sostituirà politiche ora decise - anche se in maniera a volte strettamente coordinata - a livello di singola nazione, il livello dei tassi ufficiali sarà unico per tutta l'area, e comune sarà ovviamente la politica di cambio.

Anche se la maggior parte degli economisti condivide la proposizione secondo cui variazioni della quantità di moneta non sono in grado di influenzare durevolmente il livello di output e occupazione di un sistema economico, altrettanto consenso esiste sul fatto che la politica monetaria è, almeno in via transitoria, in grado di esercitare importanti effetti reali. Proprio per via di questi effetti, essa può essere - e normalmente è - usata anche a fini di stabilizzazione ciclica, ad esempio per attenuare l'intensità di espansioni troppo rapide che potrebbero determinare un aumento del tasso di inflazione, o per accelerare la ripresa di un'economia che si trova in recessione.

Obiettivo primario della BCE sarà quello di assicurare il conseguimento della stabilità dei prezzi e, soprattutto nei primi anni della sua esistenza, è prevedibile che questo obiettivo venga perseguito con grande determinazione. Ciò, tra l'altro, consentirà alla neonata autorità monetaria di ottenere quella reputazione e credibilità di cui, per ovvi motivi, inizialmente essa non potrà disporre appieno.

Si supponga ora che, con una BCE già nella pienezza dei suoi poteri, una rapida espansione economica in Eurolandia abbia provocato, o minacci di provocare, un aumento del tasso di inflazione di dimensioni giudicate non accettabili, e che la banca centrale decida perciò di mettere in atto una stretta monetaria.

Recenti studi empirici hanno cercato di quantificare la *dinamica del meccanismo di trasmissione* della politica monetaria in Europa, ossia i tempi e la misura in cui una stretta monetaria decisa centralmente si ripercuote sui livelli di attività economica nei vari paesi dell'Unione.

Per tornare al nostro esempio, si supponga che la stretta monetaria decisa dalla BCE si traduca in un aumento dei tassi di interesse in Europa di un punto percentuale (livello solo di poco superiore a quello che ci si attende tra fine '98 e fine '99 nell'area dell'Euro). Secondo le analisi empiriche appena citate, in un primo gruppo di paesi (Austria, Belgio, Finlandia, Germania e Olanda) questo shock monetario produrrebbe il massimo effetto sui livelli di attività economica dopo 11-12 trimestri, e causerebbe un declino del PIL dell'ordine di 0.7-0.9 punti percentuali. In altre nazioni (tra cui Francia, Italia, Portogallo, Spagna) la stessa restrizione monetaria agirebbe invece più rapidamente, esercitando il suo massimo effetto dopo soli 5-6 trimestri, ma determinerebbe una flessione del PIL inferiore, dello 0.4-0.6%:

Un medesimo intervento di politica monetaria sembra dunque destinato ad influenzare con tempi ed intensità diversi i vari paesi dell'Unione: esso agirebbe più lentamente, ma in misura consistente, sui livelli di attività economica nel primo gruppo di nazioni; potrebbe invece rivelarsi insufficiente ad evitare rischi di surriscaldamento ciclico nelle altre.

L'esistenza di quelle che sembrano notevoli differenze negli effetti reali della politica monetaria in Europa rappresenta ovviamente una sfida per la futura BCE. E' possibile che, anche per questo, il compito di individuare una politica monetaria appropriata per tutta l'area si riveli difficile nei primi anni dell'UEM.

D'altro canto, non è escluso che proprio il pieno operare dell'Unione monetaria acceleri il superamento di quelle differenze strutturali tra sistemi finanziari dei paesi partecipanti (in termini di grado di concorrenza ed internazionalizzazione nel sistema bancario, quota del credito bancario sul credito totale, strutture proprietarie, ecc.) che con ogni probabilità sono alla base delle non uniformi dinamiche dei meccanismi di trasmissione monetaria oggi osservate.

1.7 Approfondimento - L'Euro: una valuta forte o una valuta debole?

Dal 1999 l'euro diverrà l'unità monetaria delle undici nazioni ammesse a partecipare all'UEM. Esso sarà inizialmente solo una valuta scritturale, di cui le monete dei paesi partecipanti rappresenteranno suddivisioni non decimali; solo dal luglio 2002 sostituirà integralmente queste ultime anche nella funzione di mezzo di scambio.

Il processo di *currency change-over* è di fatto iniziato col primo week-end dello scorso maggio, con l'annuncio dei rapporti di conversione bilaterali tra le valute partecipanti che prevarranno a partire dall'1/1/1999. Da questa data, l'euro rimpiazzerà l'ECU (il rapporto di conversione sarà 1 euro = 1 ECU), ereditandone quindi il valore nei confronti delle valute terze. Ad esempio, tenendo conto del cambio dollaro statunitense/ECU che è lecito attendersi per fine anno - anche sulla base degli andamenti di valute quali sterlina, dracma e corona danese, parte del paniere dell'ECU ma non partecipanti all'euro - è opinione largamente condivisa che il cambio dollaro/euro si collocherà intorno al livello di 1,1 USD per euro all'inizio del prossimo anno.

Dal 1999 in avanti, il valore esterno dell'euro concorrerà a determinare la competitività-prezzo delle imprese europee, e giocherà un ruolo di primo piano nelle decisioni di allocazione internazionale dei portafogli.

Nel tentare di dare una risposta ad una domanda che è dunque di fondamentale importanza - l'euro sarà una valuta "forte" o una valuta "debole"? - è utile distinguere tra il breve e il lungo termine.

Nel breve termine, è prevedibile che a svolgere un ruolo preponderante siano fattori quali differenze in termini di performance di crescita e di orientamenti di politica monetaria tra maggiori aree del mondo. In particolare, e come visto nelle pagine precedenti, nel prossimo biennio Eurolandia metterà a segno tassi di espansione dell'attività economica tra i più elevati al mondo (maggiori non solo di quelli giapponesi, prossimi allo zero o negativi, ma anche statunitensi, in tendenziale riduzione). Tenendo anche conto del possibile aumento dei tassi di interesse in Europa tra qui e fine 1999, nonché dei livelli attesi dei saldi delle partite correnti (avanzo di oltre 100 miliardi di dollari in Eurolandia, deficit negli Stati Uniti), è lecito attendersi un euro "forte", e in ulteriore rafforzamento, nel prossimo biennio.

Per quanto riguarda il più lungo periodo, è necessario invece guardare ai fattori in grado di influire in maniera strutturale sul livello relativo della domanda e dell'offerta della nuova valuta.

L'offerta di euro sarà ovviamente regolata dalla BCE. Divieto di finanziamento monetario dei deficit pubblici, mandato di perseguire la stabilità dei prezzi in Eurolandia, composizione del Consiglio e del Comitato esecutivo della Banca inducono a ritenere più che probabile un orientamento tutt'altro che lassista nella gestione dell'offerta di euro.

Al contrario, la domanda della nuova valuta dovrebbe essere stimolata, almeno in prospettiva, da fattori quali:

- il prevedibile impiego dell'euro per denominare una quota significativa di scambi commerciali, tra cui quelli tra Eurolandia e alcuni paesi in via di sviluppo ed economie in transizione;
- la creazione di un grande mercato dei capitali pienamente integrato a livello europeo, caratterizzato da maggiore liquidità e minori costi di transazione rispetto agli attuali, ancora fortemente segmentati mercati nazionali; ciò incoraggerà un utilizzo crescente dell'euro quale valuta di denominazione di strumenti finanziari emessi da prenditori di fondi internazionali;
- un significativo impiego dell'euro quale valuta di riserva da parte delle banche centrali extra-europee, anche per il maggior peso che la nuova valuta europea andrà assumendo nel commercio internazionale e nei mercati finanziari.

Mentre quanto sin qui detto giustifica la previsione di un euro relativamente "forte" tanto nel breve quanto nel medio-lungo periodo, discorso a parte merita il problema della volatilità del suo valore esterno. Secondo alcuni osservatori, è possibile che questa volatilità si collochi a livelli superiori a quelli che negli ultimi due decenni hanno caratterizzato i tassi di cambio delle monete dei paesi partecipanti. Questa previsione è basata sulla constatazione che, divenendo gli scambi intra-europei "commercio interno" all'area, Eurolandia sarà caratterizzata da un grado di apertura molto inferiore a quello oggi proprio dei singoli paesi UEM. Per questo, l'impatto domestico di variazioni anche ampie del cambio dell'euro sarà relativamente modesto. Ciò potrebbe giustificare l'adozione di un atteggiamento di *benign neglect* da parte della BCE nei confronti di oscillazioni di breve periodo nel valore esterno della nuova valuta. Solo l'osservazione degli orientamenti concretamente assunti dalla BCE a partire dal prossimo anno potrà dire quanto fondata sia questa previsione.

2. L'economia italiana

2.1 La performance macroeconomica nel 1997

Nel 1997 l'economia italiana ha fatto registrare una crescita del PIL di 1.5 punti percentuali a prezzi costanti. Benchè più che doppio di quello messo a segno nel 1996, analogamente a quanto spesso verificatosi negli ultimi anni questo tasso di crescita è stato inferiore di oltre un punto a quello osservato nell'insieme dei paesi dell'Unione Europea, a conferma dei costi imposti dalla necessità dell'aggiustamento fiscale e dalla conseguente politica di bilancio restrittiva perseguita nel nostro paese.

Alla ripresa della crescita dell'economia italiana a ritmi più soddisfacenti, avviatasi all'inizio della primavera dello scorso anno, ha concorso in modo determinante la dinamica della domanda interna, e in particolare quella dei consumi privati, mentre il contributo delle esportazioni nette - positivo nel 1994-95 e pressochè nullo nel 1996 - è divenuto negativo nel 1997 (Tabella 6).

A sua volta, l'espansione della domanda interna è stata prevalentemente determinata dalla positiva evoluzione dei consumi delle famiglie (+2.4% rispetto all'anno precedente). La ripresa dei consumi privati, cresciuti nel 1997 ad un tasso doppio di quello mediamente osservato nel biennio precedente, è stata favorita da un aumento in termini reali del reddito disponibile, frutto di andamenti favorevoli delle retribuzioni e dell'inflazione, che hanno più che compensato gli effetti della riduzione dei redditi da interessi e dell'aumento della pressione fiscale.

Un'analisi disaggregata mostra che la crescita dei consumi ha soprattutto preso la forma di un aumento degli acquisti di beni durevoli (+5%); il consumo di beni non durevoli ha fatto invece registrare una lieve flessione, e quello di servizi un'espansione solo di poco superiore all'1.5%.

In particolare, la crescita della domanda di autoveicoli spiega da sola circa la metà dell'espansione dei consumi privati e quasi un terzo della crescita del PIL verificatesi nel 1997; essa ha beneficiato in modo importante degli incentivi fiscali che hanno iniziato ad operare all'inizio dello scorso anno, riguardando quasi la metà delle immatricolazioni del 1997.

Nella prima parte dell'anno, gli investimenti fissi lordi hanno continuato ad essere pressochè stazionari, analogamente a quanto verificatosi nel 1996. Grazie alla ripresa dell'attività economica e alla riduzione dei tassi di interesse, essi hanno mostrato un maggior dinamismo nel secondo semestre, facendo mettere a segno una crescita complessivamente pari allo 0.6% su base annua. Al loro interno, è continuata la flessione degli investimenti in costruzioni, mentre è cresciuta di oltre il 10% a prezzi costanti la spesa in mezzi di trasporto delle imprese, ancora una volta anche grazie all'operare degli incentivi pubblici.

Infine, e come già menzionato, è stato negativo il contributo netto dell'estero alla crescita. Le importazioni hanno fatto registrare un'impennata (+11.8% a prezzi costanti), come conseguenza della ripresa dell'attività economica e degli effetti dell'apprezzamento della lira nel 1996; pari a circa la metà (+6.3%) è stata invece la crescita delle esportazioni. Si è conseguentemente ridotto il nostro avanzo commerciale, soprattutto quello nei confronti dell'area UE, ma anche dei paesi asiatici.

Grazie ad una riduzione del deficit delle partite invisibili - frutto di una flessione degli esborsi di redditi da capitale, in presenza di un debito netto estero italiano ormai in via di estinzione -, la contrazione del surplus commerciale ha determinato solo una lieve flessione del nostro surplus delle partite correnti. Quest'ultimo si è mantenuto a livelli storicamente elevati, superiori al 3% del PIL.

2.2 Approfondimento - La composizione merceologica delle esportazioni italiane verso il Sud-Est asiatico

Secondo recenti elaborazioni della Banca d'Italia, i cinque paesi asiatici maggiormente colpiti dalla crisi - Thailandia, Indonesia, Malesia, Filippine e Corea del Sud - assorbivano nel 1996 il 2.6% delle esportazioni totali italiane (il 2.2% di quelle manifatturiere); da essi proveniva poco meno del 2% delle nostre importazioni totali.

Come mostra la Tabella che segue, per l'Italia queste nazioni rappresentano importanti mercati di sbocco soprattutto nel caso di alcuni tipi di beni strumentali (tra cui macchine per miniere, macchine tessili, macchine per legno, carta e cuoio, macchine utensili), comparti in cui esse assorbono oltre il 5% del nostro export.

Quote % delle esportazioni italiane verso
i cinque paesi sul totale delle esportazioni
italiane del comparto (1996)

Macchine per miniere	8,1
Articoli di pellicceria	7,5
Macchine tessili e da cucito	6,6
Intonaci, pitture e vernici	5,8
Macchine per legno, carta, cuoio	5,6
Strumenti musicali	5,4
Macchine utensili	5,2
Materiale per telecomunicazioni	4,8
Altre macchine	4,8
Macchine per l'ind. alimentare	4,2
Mole e prodotti abrasivi	3,7
Tubi in acciaio	3,7
Altri prodotti chimici	3,6
Prodotti per costr. metalliche	3,5
Tessuti, veli	3,2
Ingranaggi e cuscinetti a sfera	3,2
Apparecchi elettronici	3,1
Apparecchi elettrici	3,1
TOTALE MANUFATTI	2,2

Fonte: Banca d'Italia

La Banca d'Italia stima che il recente deprezzamento delle valute dei paesi più colpiti dalla crisi determinerà un peggioramento dell'1.5% della competitività italiana all'esportazione. Perdita di competitività e minor espansione del commercio mondiale conseguenti alla crisi asiatica dovrebbero inoltre complessivamente rallentare la crescita delle nostre esportazioni totali di circa un punto percentuale nel 1998.

2.3 L'inflazione e l'aggiustamento fiscale

Nel corso del 1997, l'accelerazione - sia pur di entità ancora modesta - della crescita in Italia si è coniugata con il conseguimento di importanti successi sul fronte del contenimento della dinamica dei prezzi, della convergenza dei nostri tassi di interesse ai livelli dei maggiori *partner* europei, e della correzione degli squilibri fiscali. I progressi conseguiti su questi tre fronti, tra loro strettamente interconnessi, hanno avuto un ruolo importante nella decisione di ammissione del nostro paese alla terza fase dell'Unione monetaria.

Il tasso di inflazione si è collocato all'1.7% , il livello più basso dell'ultimo trentennio, inferiore anche a quello osservato nella media dell'Unione Europea nel 1997. A determinare la discesa dell'inflazione, avvenuta nonostante l'aumento dell'imposizione indiretta varato nel settembre dello scorso anno, hanno concorso numerosi fattori: un rallentamento della crescita delle retribuzioni del settore privato, un andamento favorevole dei corsi delle materie prime, una politica monetaria che è rimasta - secondo alcuni, sin troppo - rigorosa, e una decelazione dei costi del lavoro per unità di prodotto, grazie a forti guadagni di produttività. Le indicazioni che è possibile trarre dai sondaggi sulle aspettative di inflazione e dall'inclinazione assunta dalla curva dei rendimenti secondo la scadenza giustificano la conclusione che gli operatori siano andati attribuendo - probabilmente a ragione, salvo effetti indesiderati ed indesiderabili sui costi delle imprese che potrebbero essere prodotti da

variazioni nell'orario di lavoro - un carattere duraturo ai successi conseguiti nel corso dell'ultimo anno in particolare.

Il 1997 ha inoltre fatto registrare la sostanziale chiusura del differenziale tra tassi di interesse a lungo termine italiani e tassi prevalenti nella *core-Europe*. Nei confronti della Germania, questo differenziale è sceso dai quasi 500 punti base dell'inizio del 1996 ai circa 20 degli ultimi mesi dello scorso anno, come risultato della revisione verso il basso delle aspettative di inflazione di cui si è appena detto, della crescente probabilità che i mercati sono andati assegnando alla nostra partecipazione all'Unione monetaria, e dei progressi sul piano del risanamento fiscale.

Quest'ultimo è il fronte su cui sono stati conseguiti i successi più eclatanti, ed importanti. Il rapporto tra deficit pubblico e PIL è sceso di quattro punti percentuali rispetto al 1996, raggiungendo un valore (2.7%) inferiore alla soglia richiesta dai criteri di Maastricht. In particolare, il saldo primario, ormai in avanzo dagli inizi degli anni novanta, ha raggiunto il 6.8% del PIL (4.1% nel 1996), e - grazie alla discesa dei tassi - l'incidenza della spesa per interessi sul prodotto interno lordo si è ridotta di oltre un punto. Con spese correnti diverse da quelle per interessi praticamente invariate in rapporto al PIL, nell'aggiustamento ha svolto un ruolo determinante l'aumento della pressione fiscale, cresciuta in un anno di circa due punti.

Anche se circa un quarto della discesa del rapporto tra deficit e PIL verificatasi nel 1997 è spiegato dall'adozione di misure temporanee (tra cui il "contributo straordinario per l'Europa"), esistono ragioni per considerare almeno in certa misura permanenti i progressi realizzati, e giudicare plausibile il percorso di rientro del debito delineato nel Dpef 1999-2001 di cui si dirà più avanti. Tra queste, un posto di primo piano occupa il circolo virtuoso innescato dall'aggiustamento compiuto lo scorso anno, che ha consentito l'aggancio dei nostri tassi di interesse ai livelli europei e determinato una riduzione del costo medio dei titoli di Stato che, pari a quasi due punti tra fine '96 e febbraio '98, è più che probabile prosegua anche in futuro.

2.4 Approfondimento - Patto per la stabilità e la crescita, Piano Waigel, e Dpef 1999-2001

Approvato ad Amsterdam nel 1997, il Patto per la stabilità e la crescita impone vincoli stringenti ai saldi di bilancio pubblico dei paesi partecipanti all'UEM. La disciplina fiscale che esso richiede trova giustificazione nelle esternalità negative connesse a deficit eccessivi che si verificano anche solo in uno dei paesi dell'Unione. Col determinare un innalzamento dei tassi di interesse in tutta l'area dell'euro, questi deficit finirebbero infatti per spiazzare gli investimenti privati ed influire negativamente sulla crescita, la distribuzione intergenerazionale della ricchezza e la possibilità di impiego futuro della politica fiscale a fini anticiclici a livello dell'intera Unione.

Il Patto fissa al 3% il livello massimo ammissibile del rapporto tra disavanzo pubblico e PIL, imponendo anche dal 1999 in avanti il rispetto di uno dei criteri sottoscritti a Maastricht per l'ammissione all'UEM. Nel caso di superamento di questa soglia, esso prevede che al paese interessato sia richiesto di mettere in atto misure volte ad assicurare un rapido rientro del deficit entro i limiti ammessi. In mancanza, viene contemplata una penalità consistente in un deposito infruttifero pari allo 0.2% del PIL, più un decimo della percentuale di cui il rapporto tra disavanzo e prodotto lordo eccede il 3%. E' inoltre previsto che questo deposito si trasformi in multa, non restituibile, qualora dopo un ulteriore anno il rapporto in questione non sia stato ricondotto entro il limite massimo stabilito. E' prevista una deroga all'applicazione di queste sanzioni solo nel caso in cui l'aumento del deficit sia dovuto ad una recessione particolarmente severa, identificata con una flessione del PIL di almeno il 2% su base annua.

I contenuti del Patto di stabilità sono stati resi ancora più rigorosi con l'approvazione del "Piano Waigel", avvenuta nel corso del vertice di Bruxelles di maggio. Sostanzialmente, il Piano anticipa al 1998 la disciplina che il Patto di stabilità impone per la terza fase dell'UEM; contiene tra l'altro inviti ad abbattere i deficit di bilancio strutturali attraverso l'adozione di programmi di stabilità e convergenza entro la fine di quest'anno, cogliendo le opportunità offerte dalla favorevole evoluzione dell'attività economica in Europa, e la previsione di un impegno a mantenere adeguati surplus primari e ad adottare ulteriori misure per ridurre il debito lordo da parte dei paesi ad elevato rapporto debito/PIL.

L'ultimo Consiglio Ecofin (5 giugno) ha sostanzialmente respinto le proposte di intervento elaborate dalla Commissione Europea per dare attuazione al Piano Waigel. Questa decisione rivela il desiderio di molti Governi di recuperare margini di autonomia sul fronte della politica fiscale, dopo un biennio di politiche severe volte a centrare gli obiettivi di Maastricht e in un contesto di disoccupazione elevata e persistente.

Ciò comunque non toglie che, dal prossimo anno, i dettati del Patto di Stabilità diverranno operativi. E' perciò importante interrogarsi sulle loro implicazioni, sia in generale che con riferimento al nostro paese, anche alla luce del piano di rientro delineato nel Documento di programmazione economico-finanziaria (Dpef) per gli anni 1999-2001 elaborato dal Governo italiano.

Come è noto, anche per via dell'operare di alcuni stabilizzatori automatici (progressività delle imposte, sussidi di disoccupazione, ecc.), il saldo di bilancio pubblico tende a peggiorare nel corso di una recessione, e a migliorare nelle espansioni economiche. Secondo i più, andamento anticiclico del deficit e previsione di un tetto massimo al rapporto tra quest'ultimo e PIL sono fattori che imporranno ai paesi UEM di mantenere un saldo di bilancio pubblico se non in avanzo, almeno prossimo al pareggio in tempi "normali". Solo questa strategia eviterebbe ai disavanzi di portarsi al di sopra del 3% del PIL in periodi di contrazione dell'attività economica, e alle autorità nazionali di essere costrette ad adottare restrizioni fiscali - con le ovvie conseguenze anche sul piano politico-sociale - nel bel mezzo di una recessione.

Il Dpef prevede che, in Italia, il rapporto tra deficit pubblico e PIL si riduca progressivamente nel prossimo triennio, fino a portarsi all'1% nel 2001. Questo obiettivo, in presenza di un avanzo primario che dovrebbe mantenersi stabile al 5.5% del PIL in tutto il periodo, dovrebbe essere conseguito soprattutto grazie ad una riduzione della spesa per interessi sul debito, che dall'attuale 8% del PIL è attesa ridursi sino al 6.5% al termine dell'arco temporale considerato.

Mentre le ipotesi su cui poggiano queste previsioni possono essere considerate plausibili (tra queste, crescita in Italia tra il 2.5 e il 2.9% nel prossimo triennio, tasso sui Bot a 12 mesi pari al 4.5%), ciò non toglie che il nostro paese risulterà particolarmente vulnerabile ad inattese inversioni di tendenza nell'attività economica in Europa nei prossimi anni. Infatti, mentre l'1% può essere considerato un "livello di sicurezza" per il rapporto deficit/PIL - un livello cioè che dovrebbe prevenire superamenti del limite del 3% in presenza di una recessione non troppo severa -, è anche vero che questo valore dovrebbe essere raggiunto nel nostro paese solo nel 2001. Gli obiettivi del Governo per il 1999 e il 2000 sono posti al 2 e all'1.5%, e non si può escludere che una recessione che inaspettatamente interessasse il nostro paese nel prossimo biennio non finirebbe per imporre l'adozione di politiche fiscali restrittive. Altrettanta vulnerabilità il nostro paese presenterà nei confronti di aumenti dei tassi di interesse europei al di sopra dei livelli che ci si attende per il prossimo futuro. Vista la grande differenza tra nazioni UEM nello stock di titoli pubblici in circolazione, questi aumenti finirebbero per assumere la veste di *shock asimmetrici*, con conseguenze particolarmente avverse sulle posizioni di bilancio dei paesi ad elevato rapporto debito/PIL, tra cui ovviamente l'Italia.

2.5 La congiuntura e le prospettive macroeconomiche nel 1998-1999

L'accelerazione della crescita economica prevista in Italia per il biennio 1998-99 ha incontrato, nella prima parte dell'anno in corso, più difficoltà del previsto.

Dopo aver fatto registrare un andamento piatto tra i mesi di gennaio e febbraio e un parziale recupero a marzo, la produzione industriale ha messo a segno ad aprile un aumento tendenziale pari a solo lo 0.3% su base annua; nel primo trimestre del 1998, il PIL a prezzi costanti è risultato - per la prima volta dalla fine del 1996 - in flessione congiunturale, pur facendo registrare una crescita del 2.5% sui primi tre mesi del 1997. Rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, nel primo trimestre 1998 l'occupazione nelle imprese della grande industria si è inoltre ridotta di quasi un punto percentuale, mentre il tasso di disoccupazione ha toccato in aprile il 12.5% (esso era pari al 12.2% a gennaio).

A fronte di queste "ombre", stanno alcuni segnali incoraggianti: gli indici del fatturato e degli ordinativi dell'industria hanno messo a segno consistenti incrementi (+7.3% e 12.4%, rispettivamente) sul primo trimestre del 1997, il clima di fiducia delle famiglie permane su livelli molto elevati, e le indagini sulle aspettative degli operatori continuano a segnalare attese di ripresa dell'attività produttiva.

La lentezza con cui la ripresa italiana sta prendendo quota è prevalentemente da attribuire, sul fronte interno, ad un ristagno della domanda di consumi - anche spiegato dall'affievolirsi degli effetti degli incentivi all'acquisto di beni durevoli - e ad una dinamica degli investimenti che stenta ad assumere il vigore previsto. Sul fronte esterno, ha invece giocato un ruolo importante la flessione delle esportazioni italiane (-1.6% sul quarto trimestre 1997), a sua volta in buona misura spiegata dalla crisi asiatica e dal conseguente rallentamento dell'espansione del commercio mondiale.

Già nella seconda parte di quest'anno, alcuni di questi fattori dovrebbero venir meno, o comunque essere controbilanciati da sviluppi più favorevoli ad un consolidamento della crescita in Italia.

In particolare, le ultime informazioni sull'evoluzione della congiuntura nei principali paesi europei mostrano che la ripresa procede a ritmi sostenuti nelle altre nazioni dell'Unione: nel primo trimestre 1998, l'incremento tendenziale del prodotto lordo è risultato pari al 3.8% in Germania, al 3.4% in Francia, e al 2.9% nel Regno Unito.

L'aumento della domanda proveniente dall'area europea dovrebbe più che compensare, nel prossimo biennio, la perdita di competitività dovuta alla crisi asiatica, e ridimensionare il contributo negativo alla crescita che proverrà dalla domanda estera. Analogamente a quanto avvenuto nel 1997, a trainare la ripresa dell'attività economica in Italia dovrebbe comunque essere la domanda interna. In particolare, i consumi delle famiglie beneficerebbero di un aumento del reddito disponibile in termini reali dovuto - in presenza di un andamento contenuto delle retribuzioni nominali - al consolidamento dei progressi sul fronte della stabilità dei prezzi. La componente più dinamica dovrebbe però essere rappresentata dalla domanda di investimenti. Tanto le previsioni di fonte governativa quanto quelle recentemente formulate da alcuni istituti di ricerca privati collocano il tasso di crescita degli investimenti fissi lordi atteso per il 1998 e il 1999 su livelli superiori al 5%. La ripresa del processo di accumulazione in Italia dovrebbe essere favorita dal proseguire della tendenziale riduzione dei tassi di interesse in atto ormai da tempo, e da una dinamica favorevole degli investimenti in costruzioni, i quali dovrebbero trarre stimolo dagli incentivi governativi alle ristrutturazioni residenziali.

Come risultato di questi andamenti, il tasso di crescita dell'economia italiana dovrebbe collocarsi intorno al 2.3-2.4% nell'anno in corso - livello solo di poco inferiore al 2.5% indicato dal Governo nella Relazione previsionale e programmatica per il 1998 -, per poi aumentare ulteriormente nel 1999 (2.7%). L'inflazione dovrebbe mantenersi intorno all'1.7-1.8% in entrambi gli anni, anche come riflesso di una dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto che sconterà i guadagni di produttività connessi all'espansione economica, e i saldi di bilancio pubblico sostanzialmente evolversi secondo le previsioni del Dpef 1999-2001.

Mentre il prossimo biennio dovrebbe dunque far registrare ulteriori progressi sul fronte della correzione di alcuni degli squilibri che hanno caratterizzato il nostro

sistema economico, è dubbio che tassi di crescita che si manterranno al di sotto del 3% all'anno siano in grado di determinare una significativa inversione di rotta nell'andamento dell'occupazione, e della disoccupazione, osservato in Italia negli anni novanta. Tra gli osservatori, esiste un consenso pressochè unanime nel giudicare eccessivamente ottimistica la previsione governativa di un aumento dell'occupazione ad un tasso annuo dell'1% di qui al 2001, con un guadagno complessivo di circa 600.000 posti di lavoro e una discesa al 10% del tasso di disoccupazione. Secondo recenti elaborazioni di fonte confindustriale, è più realistico attendersi un aumento dell'occupazione pari a poco più della metà di quanto previsto dal Governo, ed un tasso di disoccupazione che permarrà ancora a livelli elevati, prossimi all'11.5%, nel 2001. Oltre che da una crescita più rapida di quella prevista nel prossimo futuro, progressi più significativi sul fronte occupazionale potranno scaturire solo da una riduzione dell'imposizione sul lavoro e dall'adozione di riforme strutturali in grado di incidere sul funzionamento del mercato di questo importante fattore produttivo.

La necessità di garantire un più elevato grado di flessibilità e mobilità del lavoro rappresenta probabilmente la sfida più importante con cui il nostro paese dovrà confrontarsi nell'epoca dell'euro. Rispondere a questa sfida sarà essenziale anche al fine di mantenere adeguati livelli di competitività e una capacità di risposta ad eventuali *shock* economici avversi, in assenza della possibilità di far ricorso ad una politica monetaria e di cambio autonoma, e in presenza dei vincoli che il Patto di Stabilità imporrà all'impiego anticiclico della politica fiscale.

**Tabella 1. Tassi di crescita del PIL reale
(variazioni percentuali sull'anno precedente)**

	<u>1996</u>	<u>1997</u>	<u>1998(*)</u>	<u>1999(*)</u>
ECONOMIE AVANZATE	2.7	3.0	2.4	2.5
U.S.A.	2.8	3.8	2.9	2.2
GIAPPONE	3.9	0.9	-0.3	1.3
UNIONE EUROPEA	1.7	2.6	2.7	2.8
di cui:				
- GERMANIA	1.4	2.2	2.5	2.8
- FRANCIA	1.5	2.4	2.9	3.0
- ITALIA	0.7	1.5	2.4	2.7
- REGNO UNITO	2.2	3.3	2.3	2.1

(*) Previsioni

Fonte: IMF e OECD.

**Tabella 2. Tassi di inflazione
(variazioni percentuali dell'IPC sull'anno precedente)**

	<u>1996</u>	<u>1997</u>	<u>1998(*)</u>	<u>1999(*)</u>
ECONOMIE AVANZATE	2.4	2.1	2.1	2.0
U.S.A.	2.9	2.3	2.0	2.4
GIAPPONE	0.1	1.7	0.9	0.4
UNIONE EUROPEA	2.5	1.9	2.0	2.0
di cui:				
- GERMANIA	1.5	1.8	1.6	1.7
- FRANCIA	2.0	1.2	1.4	1.8
- ITALIA	3.9	1.7	1.8	1.7
- REGNO UNITO	2.9	2.8	2.9	2.6

(*) Previsioni

Fonte: IMF e OECD.

Tabella 3. Tassi di disoccupazione

	<u>1996</u>	<u>1997</u>	<u>1998(*)</u>	<u>1999(*)</u>
ECONOMIE AVANZATE	7.3	7.1	7.0	6.7
U.S.A.	5.4	4.9	5.0	5.0
GIAPPONE	3.3	3.4	3.6	3.6
UNIONE EUROPEA	11.4	11.1	10.6	10.2
di cui:				
- GERMANIA	10.4	11.5	11.4	11.2
- FRANCIA	12.4	12.5	11.9	11.3
- ITALIA	12.1	12.3	12.0	11.6
- REGNO UNITO	7.5	5.6	4.9	4.8

(*) Previsioni

Fonte: IMF e OECD.

Tabella 4 - Tassi di interesse a breve termine

	<u>1996</u>	<u>1997</u>	<u>1998(*)</u>	<u>1999(*)</u>
U.S.A.	5.0	5.1	5.1	5.1
GIAPPONE	0.6	0.6	0.8	0.6
GERMANIA	3.3	3.3	3.7	4.5
FRANCIA	3.9	3.5	3.7	4.5
ITALIA	8.8	6.9	4.8	4.5
REGNO UNITO	6.0	6.8	7.2	5.7

(*) Previsioni

Fonte: OECD.

Tabella 5 - Tassi di interesse a lungo termine

	<u>1996</u>	<u>1997</u>	<u>1998(*)</u>	<u>1999(*)</u>
U.S.A.	6.4	6.4	5.9	6.1
GIAPPONE	3.1	2.3	1.8	2.0
GERMANIA	6.2	5.6	5.1	5.5
FRANCIA	6.5	5.7	5.1	5.5
ITALIA	9.2	6.7	5.3	5.7
REGNO UNITO	7.8	7.0	6.2	6.4

(*) Previsioni

Fonte: OECD.

**Tabella 6. ITALIA - Bilancio Economico nazionale
(variazioni % annue a prezzi costanti)**

	<u>1994</u>	<u>1995</u>	<u>1996</u>	<u>1997</u>	<u>1998 (1)</u>
PIL	2.2	2.9	0.7	1.5	2.5
Importazioni	8.4	9.6	-0.2	11.8	7.7
Esportazioni	10.7	11.6	-0.2	6.3	6.8
Domanda interna	1.5	2.3	0.2	2.4	2.4
Consumi delle famiglie	1.4	1.9	0.8	2.4	2.2
Consumi collettivi	-0.6	-1.0	0.2	-0.7	0.1
Investimenti fissi lordi	0.5	7.1	0.4	0.6	5.3
Prezzi al consumo	3.9	5.4	3.9	1.7	1.8
Partite correnti (migliaia di miliardi)	22.8	43.7	63.4	61.9	71.0
Deficit pubblico (in % PIL)	9.2	7.7	6.7	2.7	2.6
Debito pubblico (in % PIL)	124.9	124.2	124.0	121.6	118.2

(1) Relazione previsionale e programmatica per il 1998; Documento di programmazione Economico-Finanziaria 1999-2001