

Agli inizi degli anni '80 l'Italia fu ad un punto di svolta. La crescita economica del nostro paese continuava ad essere «inceppata» - cioè al di sotto del reale potenziale - perché non si riusciva a tenere sotto controllo lo squilibrio della finanza pubblica, con conseguenze negative sull'allocazione delle risorse e fenomeni di spiazzamento della spesa privata da parte della spesa pubblica.

Solo grazie al quadro internazionale più favorevole negli anni seguenti e alla politica monetaria che passava gradualmente da un controllo diretto a un controllo indiretto del credito, con la Banca Centrale che andava riacquistando autonomia dal Tesoro, si ebbe qualche contenimento dell'inflazione pur con un continuo aumento del deficit primario e del debito pubblico in rapporto al prodotto interno lordo.

Si trattava tuttavia di equilibri instabili destinati ad aggravarsi nel tempo, in assenza di un risanamento della finanza pubblica. Solo lo sforzo del superamento del vincolo esterno e la teoria del "convoglio" ci hanno portato nell'arco del ventennio trascorso all'Unione Monetaria Europea. La sua piena realizzazione esige attraverso il patto di stabilità, il pieno risanamento della finanza pubblica, imponendo lo scioglimento di quei "nodi", ormai venuti "al pettine", che da tanto tempo ci trasciniamo insoluti.

Questo obiettivo è stato indicato sin dall'inizio come premessa fondamentale per uno sviluppo elevato e stabile. Il risanamento della finanza pubblica è stato raggiunto, per ora parzialmente e in modo non omogeneo, con non piccolo pregiudizio per la qualità e il ritmo di crescita dell'economia.

A partire dal gennaio 2002 circola una moneta comune in Europa: l'euro che ha sostituito le singole monete nazionali, già rese equivalenti dai cambi fissi tra i paesi membri, dall'inizio della terza fase del processo di unificazione monetaria. L'introduzione dell'euro a cui non eravamo adeguatamente preparati, ha determinato in Italia una cospicua perdita di potere d'acquisto. L'accelerazione dei prezzi che ne è derivata, è stata però mitigata dalla forza della moneta europea sui mercati internazionali.

La moneta comune è un simbolo che segnala un'unione sempre più stretta tra le economie dei Paesi aderenti e indica un percorso che, dopo una fase di transizione, dovrebbe portare a una crescita economica stabile. È quanto il futuro, attraverso le parole di questo volumetto, facendoci intravedere un grosso e prolungato sforzo, sembra promettere.

€ 6,00



Mario Arcelli / La crescita inceppata

Rubbettino

Mario Arcelli

La crescita inceppata

Le "occasioni mancate" per l'Italia in un'analisi retrospettiva delle scelte di politica monetaria degli anni Ottanta

a cura di Federico Arcelli

Rubbettino

I Quaderni di Thesmos

V

Rubbettino

THESMOS

Rubbettino

Mario Arcelli

La crescita inceppata

Le “occasioni mancate” per l’Italia
in un’analisi retrospettiva delle scelte
di politica monetaria degli anni Ottanta

*a cura di
Federico Arcelli*



Rubbettino
2003

a Maria Camilla Lavinia

Rubbettino

Soci fondatori

Federico Arcelli (presidente); Flavio Borghese; Pier Paolo Bucalo;
Giuseppe Busia; Maria Pia Caruso; Stefano da Empoli; Serena Miraldi;
Federico Pino; Florindo Rubbettino; Massimo Daniele Sapienza;
Simonetta Savona; Alessandro Settepani; Francesco Tufarelli; Cristiano Zagari.

www.thesmos.org

Indice

<i>La crescita inceppata</i>	p. 7
La politica economica italiana negli anni '80	
Il quadro di riferimento	13
Gli anni '70	15
Le diverse modalità operative della politica monetaria negli anni '80	20
La gestione del debito pubblico	22
Adesione dell'Italia allo SME	26
La politica di bilancio e dei redditi dopo l'adesione allo SME	28
 <i>Alcune note per un modello di crescita per l'economia italiana</i>	 33
Competitività e vincoli valutari («Il Tempo», 12 novembre 1985)	37
La torta petrolifera («Il Tempo», 13 febbraio 1986)	40
Quali scenari per la nostra economia? («Il Tempo», 28 febbraio 1986)	43
Scelte coerenti con gli obiettivi («Il Tempo», 7 aprile 1986)	46
Avvio di circoli virtuosi («Il Tempo», 26 aprile 1986)	49
Tasso di sconto e equilibri in movimento («Il Tempo», 26 maggio 1986)	51

Prezzi e tassi di interesse («Il Tempo», 27 gennaio 1987)	p. 54
La sottile manovra monetaria («Il Tempo», 15 marzo 1987)	57
<i>Gli sviluppi</i>	61
Lo SME dopo il 1987	63
Una conclusione annunciata	65
<i>Conclusioni</i>	69
Il vincolo esterno e lo sforzo del suo superamento	71
Gli squilibri dei conti pubblici e l'obiettivo di risana- mento della finanza	73
Uno sguardo al futuro	74

Rubbettino

La crescita inceppata

Questo libro nasce da un incitamento da parte dei miei figli e soprattutto di mia moglie Gabriella che ha mostrato un'enorme pazienza nell'assistermi durante tutte le mie ricerche. Attraverso gli articoli scritti sui quotidiani di circa 20 anni fa, ho voluto restituire il clima economico del tempo al comune lettore.

Dopo aver compiuto una ragionata selezione dei testi, è emerso un quadro teorico stimolante, con nette differenze rispetto alla situazione attuale: non si parla di autonomia della Banca Centrale rispetto al Tesoro. Al contrario si vedono le correlazioni inverse tra politica monetaria e politica fiscale. Né le conclusioni potevano essere diverse non essendosi ancora affermato nel nostro paese il monetarismo che sostiene tesi opposte a quelle qui descritte. Nell'insieme emerge una visione complessa della politica economica dove vengono posti in evidenza i vincoli che inceppano la crescita del nostro sistema, come viene sottolineato nella prefazione

Mi auguro che il lettore apprezzi lo sforzo compiuto nel volume che si può definire di "ritorno al passato" e trovi in esso motivi di stimolo e di appagamento della sua curiosità storica.

Questa raccolta, oltre che "La crescita inceppata", potrebbe anche essere intitolata "un ritorno al futuro della nostra politica economica"; un lungo viaggio attraverso i vincoli del sistema economico.

Il volume descrive infatti il continuo dibattito sui condizionamenti strutturali della nostra economia, che si ripetono nel tempo, segno innegabile di una incapacità o impossibilità di passare dal dibattito iniziale ad interventi risolutivi.

A un nitido inquadramento dei problemi e degli strumenti da attivare per risolverli, non ha fatto riscontro una parallela realizzazione. Conseguire gli obiettivi strutturali avrebbe significato liberare la nostra economia dai vincoli che globalmente ne hanno rallentato la crescita e incidere sulla distribuzione della ricchezza e sul rapporto tra generazioni presenti e generazioni future.

Quelle riportate non sono dunque considerazioni inutili dei fatti, soprattutto se i vincoli sono letti anche nel loro divenire congiunturale, ciò che è avvenuto puntualmente. Gli articoli di quotidiani non potevano infatti prescindere dall'attualità e ciò ha contribuito ad ampliare la comprensione dei nessi tra congiuntura e struttura, spiegando in parte il mancato conseguimento degli obiettivi fondamentali della nostra economia.

Se l'obiettivo centrale posto in evidenza fin dall'inizio è "Il tasso di sviluppo e l'annullamento della distanza del nostro sistema dai paesi più industrializzati", i vincoli-obiettivi che ne contrastano il conseguimento sono:

In primo luogo:

- a) Il vincolo esterno e l'obiettivo di equilibrare strutturalmente i conti con l'estero.
- b) Lo squilibrio della finanza pubblica e l'obiettivo del suo risanamento.

Mentre il primo vincolo è stato fronteggiato, il controllo del deficit e del debito pubblico rimangono centrali anche ai giorni nostri per una efficace gestione della politica economica. Essi presuppongono il rientro e il controllo dell'inflazione che viene maturando progressivamente e che si collega in parte alla migliore gestione della moneta.

In secondo luogo:

- c) Rapporti tra politica monetaria e politica di bilancio.
- d) Il costo del lavoro e la sua deindicizzazione.

E poi:

- e) L'obiettivo della competitività dell'economia.
- f) L'andamento demografico e i criteri di attribuzione delle pensioni.

Dal 1990 ad oggi sono molto mutate le condizioni interne e del quadro internazionale, specie con l'adesione all'Unione Monetaria Europea, ma taluni vincoli, sia pura in forma diversa dal

passato, sono rimasti praticamente immutati e rappresentano ostacoli e difficoltà lungo il difficile cammino da percorrere. Ancora oggi pertanto la nostra è una crescita inceppata.

La riproposizione di molte osservazioni contenute nella raccolta di articoli da me pubblicati nella stampa quotidiana, rappresenta un vero e proprio viaggio dal passato al futuro delle politiche economiche volte ad eliminare i freni alla nostra crescita. Opportunamente selezionati, taluni articoli di “fondo” da me scritti sul quotidiano “Il Tempo” nel periodo 1985-1987 e di talune considerazioni svolte nell’ambito dell’Osservatorio Economico della Piccola Industria, forniscono il materiale di questo libro.

Gli articoli sono stati selezionati in funzione dei temi esposti. Sono stati inclusi anche alcuni articoli di natura trasversale che interessano temi come, ad esempio, il ruolo fondamentale delle aspettative mentre non sono stati invece presi in considerazione articoli nei quali prevaleva il commento alla situazione politica del momento. Gli articoli selezionati si propongono di descrivere il percorso della nostra economia, ponendo in evidenza i passaggi critici.

Rubbettino

La politica economica italiana negli anni '80

Rubbettino

Rubbettino

*Il quadro di riferimento*¹

All'inizio degli anni '80 la situazione economica italiana presenta un quadro complesso. Le autorità governative e monetarie stentano a controllare l'economia attraverso l'utilizzo di strumenti di politica economica tipici dei sistemi economici aperti e soggetti alla disciplina del mercato, e ricorrono a divieti sorretti da norme penali, nonché a vincoli amministrativi.

Il controllo valutario raggiunge punte estreme e quasi ogni violazione è soggetta a sanzione penale; vi è un controllo diretto del credito che si attua con regolamenti amministrativi mediante imposizione di massimali sugli impieghi bancari e vincoli di portafoglio.

I salari sono fortemente indicizzati alle variazioni dei prezzi, attraverso un meccanismo di scala mobile che trasmette rapidamente e con effetti di livellamento sui salari gli impulsi inflazionistici.

L'indicizzazione tende a diffondersi a tutte le grandezze economiche; ne vengono colpiti pesantemente quei limitati segmenti in cui il processo di indicizzazione è in ritardo e su cui l'inflazione scarica le tensioni.

¹ Questo capitolo è frutto della rielaborazione da parte dell'autore del paper di M. Arcelli e S. Micossi "La Politica Monetaria degli anni '80", elaborato nell'ambito delle riflessioni presso l'Osservatorio e Centro di Studi Monetari dell'Università LUISS Guido Carli di Roma. Il lavoro è stato integrato con parte di articoli di fondo pubblicati dall'autore sul quotidiano romano "Il Tempo" nel periodo a cavallo tra gli anni '70 e '80.

Nel sistema finanziario ci si avvia a un sistema di allocazione delle risorse molto vicino a quello di un'economia pianificata centralmente; le banche perdono le caratteristiche di imprenditorialità e vengono soggette a vincoli sempre più estesi che soffocano ogni forma di concorrenza. L'innovazione finanziaria, ove si verifichi, richiama l'introduzione di nuovi vincoli amministrativi volti ad impedire l'aggiramento dei vincoli preesistenti.

L'inflazione agli inizi degli anni '80 supera il 20% a causa soprattutto del 2° shock petrolifero, mentre i conti dello stato tendono a diventare sempre più squilibrati per la progressione della spesa pubblica rapportata al PIL. Gli anni '70 sono stati caratterizzati da tassi di interesse negativi in termini reali, ciò che ha inciso negativamente sul risparmio e fornito alimento per ulteriori spinte inflazionistiche. Il vincolo esterno espresso dal deficit della bilancia dei pagamenti si è palesato ad ogni tentativo di ripresa economica e l'Italia ha attraversato dopo la metà degli anni '70 una gravissima crisi valutaria, con forti ripercussioni sul cambio. L'adesione allo SME alla fine del 1978, benché dettata prevalentemente da motivazioni politiche, accompagna però una svolta nella gestione della politica economica.

Gli anni '80 vedono un lungo e progressivo sforzo di recupero degli strumenti tradizionali da parte delle autorità monetarie che pervengono dapprima a un controllo indiretto del credito e poi all'affermazione di un ruolo sempre più rilevante dei mercati finanziari.

L'eliminazione dei vincoli amministrativi sul credito, il successo di accordi con i sindacati e l'eliminazione delle forme più esasperate della scala mobile, sono a fondamento, insieme alla gestione dello SME, di un formidabile rientro dell'inflazione e dell'eliminazione delle indicizzazioni più dannose.

Non migliora invece il bilancio pubblico a cui viene addossato l'onere di smussare molte tensioni sociali, cosicché pur in presenza di una forte crescita delle entrate, il fabbisogno in rapporto al PIL peggiora nella prima metà degli anni '80 a causa di una ancora maggiore dinamica delle spese, cui contribuisce in modo determinante la lievitazione del costo del denaro con conseguente onere per il servizio del debito pubblico.

L'arco di tempo 1973-1975 è rilevante per cogliere la nascita dei grandi squilibri dell'economia e le distorsioni introdotte nell'utilizzo degli strumenti di politica economica che incideranno per oltre un decennio sul funzionamento del nostro sistema. Il periodo 1975-1980 vede in un primo momento aggravarsi la crisi e poi segna lo sforzo di cambiamento che si paleserà con continuità e con profondi mutamenti strutturali nel corso degli anni '80.

All'inizio del 1973 sulla scena mondiale erano stati adottati tassi di cambio fluttuanti. L'Italia aveva introdotto il sistema del doppio mercato dei cambi, sperando di stabilizzare il tasso "commerciale", ma ben presto l'assottigliamento delle riserve aveva obbligato la Banca d'Italia a recedere da questa politica. Nell'estate la lira si era svalutata di circa il 15%. Nel frattempo l'economia aveva iniziato ad espandersi a un ritmo intenso. Così quando nell'autunno i prezzi del petrolio quadruplicarono, l'economia italiana era già surriscaldata e si allargava il suo sfasamento rispetto al ciclo internazionale seguito dall'economia mondiale. La lira aveva iniziato nuovamente a deprezzarsi nonostante i rilevanti interventi. Alla fine del 1974 la perdita di valore della lira rispetto al gennaio 1973 era superiore al 20%. L'inflazione aveva toccato cifre senza precedenti in tempo di pace con il 41%, in media annua, per i prezzi all'ingrosso e il 20% per i prezzi al consumo. Tra il dicembre 1973 e il dicembre 1974 questi ultimi erano cresciuti del 25%. La politica economica aveva reagito tardivamente con una combinazione di restrizioni monetarie e fiscali che si erano abbattute pesantemente sull'economia, nonché con controlli amministrativi sui prezzi, sul sistema bancario e sulle transazioni con l'estero.

Dopo aver soppresso la convertibilità delle banconote nel 1972, nel 1973 era stato introdotto un deposito obbligatorio infruttifero pari al 50% degli investimenti di portafoglio all'estero. Erano stati fissati stretti limiti per il credito commerciale, le posizioni nette delle banche in moneta estera e la valuta assegnata a scopi di turismo. Nel maggio 1974 era stato introdotto temporaneamente un deposito obbligatorio infruttifero del 50%

sul valore di gran parte delle importazioni, un provvedimento chiaramente in infrazione rispetto agli obblighi assunti in sede FMI e CEE sulla libertà dei pagamenti correnti.

Ancora una volta, proprio nel momento in cui l'economia stava iniziando ad invertire talune tendenze, le politiche economiche ridivenivano estremamente espansionistiche. Una riduzione aggressiva del tasso di interesse e una creazione di base monetaria attraverso il canale del Tesoro, nonché un fantasioso sistema per concedere il rifinanziamento automatico dei crediti all'esportazione presso la Banca Centrale, venivano abbinati ad un'espansione altrettanto aggressiva della spesa pubblica. Il disavanzo del settore pubblico lievitava al 12% del PIL, raddoppiato praticamente in valore assoluto rispetto al 1974.

Nel 1976 il governo italiano aveva negoziato un nuovo accordo stand-by con il FMI che questa volta veniva improntato a un maggior rigore. Un accordo parallelo era stato anche concluso con la CEE nel quadro del sostegno finanziario a medio termine. La lettera di intenti del prestito FMI disponeva obiettivi più restrittivi per il disavanzo del settore pubblico e per il credito totale interno, nonché obiettivi specifici per l'inflazione.

Tra l'ottobre 1976 e il marzo 1977 gli aumenti delle imposte e delle tariffe avevano incrementato il gettito di più del 3% del PIL. Un accordo con i sindacati aveva limitato un po' l'indicizzazione delle retribuzioni e ripristinato una certa flessibilità sul mercato del lavoro. Vari provvedimenti, compreso un sostanziale taglio dei contributi di sicurezza sociale ed esenzioni fiscali per le imprese, e leggi speciali volte a sovvenzionare la ristrutturazione industriale erano finalizzate a incrementare i profitti e a migliorare i bilanci delle imprese industriali che erano stati notevolmente compromessi nei precedenti tre anni. La politica monetaria era stata impostata in modo aggressivamente restrittivo proprio nel momento in cui la crisi era al massimo livello in febbraio, maggio e ottobre 1976. Il tasso di sconto passava al 15% e i tassi a breve termine sono stati a volte portati sopra al 20%. Tuttavia, non appena le tensioni diminuivano sui mercati dei cambi esteri, la stretta monetaria era allentata. Il credito totale interno cresceva più rapidamente del PIL tanto nel

1976 che nel 1977 e i massimali convenuti con il FMI e la CEE per il credito totale interno e il disavanzo del settore pubblico erano oltrepassati vistosamente.

Verso la fine del decennio l'economia italiana stava crescendo rapidamente e aveva ripristinato un certo equilibrio nei suoi conti esteri e nella posizione finanziaria del settore imprese. La strategia di sviluppo dell'economia italiana passava anche attraverso la soluzione del problema del Mezzogiorno, di cui andava favorita l'integrazione a livello di economia nazionale e con l'estero.

Nel Mezzogiorno gli effetti della riduzione della spesa pubblica corrente e gli effetti espansivi della spesa per investimenti previsti dalla manovra Pandolfi, non potevano non essere diversi rispetto all'impatto delle stesse misure sull'economia settentrionale. Infatti la spesa pubblica corrente aveva un ruolo non indifferente nel sostenere l'economia del Mezzogiorno e gli effetti indotti dagli investimenti si propagavano in notevole misura anche alle regioni settentrionali dove si concentrava il potenziale produttivo.

Vi era quindi la necessità di avviare iniziative specifiche per il Mezzogiorno e di invertire in senso meridionalistico la tendenza, altrimenti inevitabile, alla concentrazione della crescita nelle regioni più industriali del Nord.

Un fattore importante di riequilibrio avrebbe potuto essere rappresentato da una politica industriale che facesse notevole assegnamento sulle imprese minori, senza tuttavia trascurare il dato obiettivo di un ancora elevato divario tra le condizioni dell'area Mezzogiorno e quelle richieste per una spontanea diffusione di piccole e medie imprese operanti in diretta concorrenza con l'industria europea.

La politica industriale si proponeva infatti di orientare gli insediamenti aziendali nelle aree meno sviluppate del paese, a più alto tasso di disoccupazione, favorendo il decentramento delle aree a maggiore concentrazione industriale, nel quadro di una azione specifica per le piccole e medie imprese. Tra i più importanti provvedimenti, vanno segnalati:

- il disegno di legge che rifinanzia e modifica parzialmente la cosiddetta "legge Sabatini", estendendo le agevolazioni alle ope-

- razioni di leasing e allungando il periodo di scadenza delle cambiali scontabili presso le aziende di credito ordinario;
- lo schema del disegno di legge che prevede la sostanziale abolizione dell'istituto del prefinanziamento, rendendo disponibili i finanziamenti a tasso agevolato previsti dalla cc 902 o anche prima che i provvedimenti di concessione di contributo in conto interessi siano emanati dal Ministero dell'Industria o dalla Cassa per il Mezzogiorno;
 - le misure integrative della legge 374 del 1976 che contempla provvidenze a favore di consorzi di piccole e medie imprese.

Queste misure favorirono la creazione di un tessuto di iniziative imprenditoriali di minore dimensione il cui decollo è indispensabile per l'economia meridionale.

Le autorità italiane avevano però fallito nel riportare l'inflazione sotto controllo e l'elevata indicizzazione dei salari garantiva un'amplificazione e una persistenza delle brusche variazioni dei prezzi di origine interna o esterna. Inoltre, la rapida crescita della spesa pubblica era continuata senza flettere provocando contemporaneamente elevati disavanzi e crescente pressione fiscale. Alla fine del decennio il disavanzo del settore pubblico era ancora superiore al 10% del PIL e il debito pubblico aveva superato il 60% del PIL.

In definitiva il sistema finanziario era contraddistinto da grandi distorsioni dovute ai controlli amministrativi, alle elevate riserve obbligatorie sui depositi bancari, a un sistema di vincoli che aveva sistematicamente favorito il finanziamento del settore pubblico e da tassi di interesse reali negativi. Il quadro economico si deteriorava ulteriormente in seguito all'esplosione della seconda grande crisi petrolifera.

La domanda spontanea che gli italiani si ponevano in quel periodo era se l'Italia potesse, in quelle condizioni, far parte senza rischi del "serpentone".

Nel 1977 il saldo valutario di 2.178 miliardi di lire attivo della bilancia dei pagamenti, era stato determinato più da una caduta delle importazioni che da uno sviluppo particolarmente sostenuto delle esportazioni. Nel secondo semestre del 1977, infatti, il ritmo degli scambi internazionali subì una notevole decelerazione, così che globalmente per l'intero anno, la cre-

scita delle nostre esportazioni in quantità non superava il tasso del 6%.

Tuttavia le importazioni nel corso del 1977, registrarono una caduta (-1%) in quantità, che innescandosi sull'evoluzione favorevole delle ragioni di scambio, per l'andamento riflessivo dei corsi delle materie prime e per la stabilità del cambio della lira rispetto al dollaro, consentì una spettacolare inversione di tendenza nel saldo dei conti con l'estero.

Il miglioramento della bilancia commerciale ebbe però luogo soprattutto in conseguenza del ritmo ridotto della attività produttiva; esso rifletteva dunque in larga misura i risultati della politica di stabilizzazione che si è tradotta in un allentamento delle tensioni inflazionistiche ma anche in un contenimento della domanda aggregata.

Le difficoltà di una ripresa stabile erano pertanto ancora collegabili in buona parte al vincolo esterno: un ritmo sostenuto degli scambi internazionali avrebbe facilitato molto il superamento della nostra crisi. Era dunque necessario cogliere i segni di mutamento nel quadro internazionale per una corretta valutazione delle possibilità di crescita della nostra economia.

Per il 1978, si riteneva che l'area della Cee potesse conseguire un tasso medio di sviluppo del reddito del 4-4,5%, ma dopo lo shock petrolifero la previsione fu ridotta al 2,5-3%. L'espansione dell'interscambio in volume ha subito a sua volta nelle previsioni, un drastico ridimensionamento ed era valutata per l'area Ocse al 4-5% annuo.

Si notano inoltre progressivi cambiamenti nei rapporti tra le grandi aree economiche mondiali, nonché interruzioni nei sincronismi congiunturali tra le economie industrializzate: tali fenomeni sono resi più evidenti dalla crisi valutaria degli ultimi mesi del 1977 e dalla politica di confronto tra le economie che alimenta una serie di misure di difesa commerciale volte ad assicurare, come è stato affermato al vertice di Londra del maggio 1977, un sistema di libero scambio organizzato, ma che in realtà mascherano pericolose tendenze protezionistiche.

Di sicuro c'è che è entrato in crisi il modello di sviluppo mondiale "trainato dalle locomotive", per motivi economici di fondo più ancora che per difformi paradigmi di politica econo-

mica. Il ruolo di locomotiva della Germania e del Giappone risultava sempre più contraddittorio, dato il sistema di cambi flessibili, con il loro carattere di economia orientata all'esportazione, che esse sono venute consolidando nel tempo.

Le successive rivalutazioni della loro moneta a seguito degli avanzi nelle bilance dei pagamenti, se da un lato aumentavano il loro potere d'acquisto, d'altro lato limitavano le loro possibilità di crescita in relazione alla contrazione della capacità d'acquisto dei paesi clienti che riducono il volume di importazioni e tendono a ristabilire un equilibrio nei conti con l'estero attraverso il contenimento della domanda interna. Il minor ritmo di sviluppo dei prodotti nazionali a sua volta riduceva il volume di importazioni necessarie e impediva un elevato livello di scambi internazionali.

All'ipotesi dello sviluppo trainato dalle "locomotive" si va perciò sostituendo l'immagine del "convoglio", che presuppone un andamento più equilibrato di tutte le economie e un concorso generalizzato al sostegno dell'interscambio mondiale. In particolare lo sforzo di rilancio avrebbe dovuto interessare, oltre alle cosiddette "locomotive", anche le economie come quella italiana. Ma, a causa di una serie di fattori di debolezza strutturale della nostra economia, non fu così.

Le diverse modalità operative della politica monetaria negli anni '80

Nel corso degli anni '80 la politica monetaria che rimane lo strumento centrale della politica economica, e la gestione del debito pubblico hanno subito rilevanti trasformazioni. La politica monetaria ha compiuto enormi sforzi per affermare la sua autonomia dalla politica di bilancio e dalla politica del debito pubblico. Si possono individuare almeno quattro fasi caratterizzanti diverse forme di conduzione della politica monetaria, a cui corrispondono anche diverse modalità di finanziamento e di gestione del debito pubblico.

In una prima fase fino al 1983 prevale una gestione amministrativa del credito che vede ancora le banche gravate da vincoli di portafoglio e massimali sugli impieghi, che ingessano il

comportamento delle aziende di credito. Di tale stato di cose beneficia il finanziamento del settore pubblico che ha luogo a tassi inferiori a quelli che si realizzerebbero in assenza di tali vincoli. L'allocazione delle risorse finanziarie avviene in modo burocratico e quindi non efficiente.

Fino al 1981 (non essendo ancora in essere il "divorzio" tra Tesoro e Banca d'Italia), il controllo della base monetaria non è saldamente in mano a Banca d'Italia. Quest'ultima è infatti costretta ad essere acquirente residuale dei titoli emessi all'asta dal Tesoro e non collocati sul mercato. Vi è quindi un parziale finanziamento automatico del fabbisogno del Tesoro con base monetaria, per questa via, oltre alla possibile attivazione del conto corrente di Tesoreria con la Banca d'Italia. Tuttavia già nel 1981, con il "divorzio" che fa cessare l'obbligo per la Banca d'Italia di intervento residuale in asta, il finanziamento del Tesoro si fa più attento al mercato e i tassi di interesse in termini reali diventano positivi.

In una seconda fase (dal 1983 al 1986) si registra il passaggio dal controllo diretto al controllo indiretto del credito, da vincoli quantitativi imposti sull'attivo delle banche alla riaffermazione, benché timida, del ruolo del mercato nell'allocazione delle risorse finanziarie e alla ripresa della concorrenza tra i diversi intermediari creditizi. È il momento in cui assumono rilievo gli annunci sui tassi di crescita ammessi della moneta e del credito, da parte della Banca Centrale. È il momento della fissazione di obiettivi intermedi quantitativi, non più sotto forma di credito totale interno, data la scarsa controllabilità del disavanzo statale, quanto piuttosto di aggregati come M2 e M3 e del credito all'economia. Sottostante è un approccio teorico di politica economica a due stadi che presuppone una limitata mobilità dei capitali con il resto del mondo.

In una terza fase (dal 1986 al 1987) il baricentro della politica monetaria, anche per l'impulso dei suggerimenti della commissione di studio del Tesoro (la Commissione Sarcinelli), tende ad allargarsi dalle banche agli intermediari e al mercato. Al controllo indiretto degli aggregati monetari si affianca l'attenzione al mercato. Gli orientamenti della politica monetaria progressivamente si colgono più dall'andamento dei tassi di inte-

resse che dagli annunci di crescita della moneta e del credito. Viene realizzata la liberalizzazione valutaria.

In un quarto periodo (grosso modo dal 1987) che coincide con la cosiddetta seconda fase dello SME, tra gli obiettivi intermedi rilevanti della politica monetaria rientrano i tassi di cambio, di cui si cerca di evitare il riallineamento delle parità centrali e si controllano le oscillazioni, mentre i tassi di interesse assumono il ruolo di strumento. Secondo altre interpretazioni, il cambio va visto soprattutto come un vincolo ed anche come un segnale importante della credibilità della politica economica del paese. Si procede in prospettiva verso la piena liberalizzazione dei movimenti di capitale a breve. I flussi di fondi tra diversi paesi diventano sempre più sensibili ai differenziali dei tassi d'interesse e alle attese sul cambio. Il finanziamento estero dell'economia e in particolare il ricorso ai mercati internazionali richiede che la politica monetaria abbia piena capacità di controllare la liquidità attraverso i tassi di interesse. Si accresce però l'esigenza che il servizio del debito pubblico non risenta sostanzialmente degli effetti di cambiamenti transitori nei tassi di interesse: da qui un'ulteriore spinta allo sganciamento (decoupling) della gestione del debito pubblico dalla politica monetaria.

La politica monetaria ha dunque mostrato nel corso degli anni '80 rilevanti trasformazioni nelle modalità di intervento e nei canali di trasmissione degli impulsi monetari, anche sotto la spinta di imponenti fenomeni di innovazione finanziaria interna e internazionale, dell'accresciuta concorrenza tra i diversi intermediari finanziari e del ruolo dei mercati internazionali. Innovazioni interne ed internazionali hanno interagito modificando il quadro di riferimento della politica monetaria.

La gestione del debito pubblico

I mutamenti della politica monetaria nel corso degli anni '80 si sono accompagnati a modificazioni strutturali del sistema finanziario e a svolte nella gestione del debito pubblico, che ora dobbiamo esaminare più accuratamente. Il passaggio dal con-

trollo diretto al controllo indiretto del credito e l'introduzione del cosiddetto divorzio tra Tesoro e Banca d'Italia, non consentivano più il ricorso a vincoli amministrativi per agevolare il collocamento dei titoli presso le banche, né permettevano un elevato finanziamento con base monetaria del fabbisogno del Tesoro.

I riflessi del nuovo corso monetario si manifestarono con un aumento dei tassi di rendimento che lo Stato ebbe a pagare per finanziarsi. Già a partire dal 1981 i tassi di interesse in termini reali divennero positivi e presto si portarono a un livello superiore al saggio di crescita del reddito. Effetti peraltro voluti in un primo momento dall'impostazione antinflazionistica della politica monetaria che avviò così il processo di rientro dall'inflazione. Ma lo sforzo di finanziamento del disavanzo e le difficoltà di gestione di un debito pubblico sempre maggiore, si accrebbero sensibilmente anche per il continuo aumento del deficit in valore assoluto, su cui gravavano interessi crescenti. Occorreva utilizzare di più i mercati per poter collocare un ammontare di titoli sempre maggiore. Ciò richiedeva da un lato l'emissione di nuovi titoli più appetibili per le banche e le famiglie, permanendo uno stato di elevata inflazione (i CCT furono lo strumento per allungare la maturità del debito nella prima metà degli anni '80); dall'altro lato bisognava creare mercati nuovi e migliorare il funzionamento di quelli esistenti.

Occorreva guardare a un mercato primario dei titoli di stato in grado di assorbire le emissioni senza il sostegno diretto della Banca Centrale, migliorandone l'operatività e modificando le procedure d'asta; d'altro lato si trattava di spostare l'enfasi dal mercato primario a quello secondario dei titoli pubblici su cui poter agire con operazioni di mercato aperto sul livello e sulla struttura dei tassi di interesse così da trasmettere agli operatori gli orientamenti della politica monetaria.

Il mercato secondario in quasi tutti i paesi avanzati rappresenta la componente fondamentale del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. In Italia, invece, fino alla seconda fase della politica monetaria, era ancora preponderante la quota di titoli pubblici assorbiti dalle banche, mentre rimaneva alquanto trascurabile il ruolo dei mercati. L'espansione dei mer-

cati monetari e finanziari, con una contrazione dell'intermediazione bancaria era per noi un fenomeno relativamente nuovo e segnava solo un inizio dello spostamento del baricentro del settore finanziario dalle banche al mercato.

Dopo la metà degli anni '80, la diffusione di un ampio debito pubblico tra tutte le categorie di investitori aveva però reso più chiara l'esigenza di rafforzare il mercato secondario, perché attraverso di esso la Banca d'Italia poteva accrescere le possibilità di esercitare un'azione di controllo non semplicemente sulle aziende di credito ma su tutti gli operatori, sia dal lato della domanda che da quello dell'offerta e sull'intera gamma dei tassi di interesse. Ma, allo stesso tempo, il maggiore spessore del mercato poteva agevolare la gestione del debito pubblico. In una nuova realtà dove la liberalizzazione valutaria veniva considerata come un primo passo verso la piena liberalizzazione dei movimenti di capitale e dunque come un processo irreversibile tendente all'integrazione internazionale dei mercati finanziari, la creazione di un mercato telematico all'ingrosso dei titoli di stato, da affiancarsi a quello al dettaglio che funzionava stentatamente, si poneva come un obiettivo prioritario di una trasformazione strutturale del sistema finanziario: esso fu realizzato in via sperimentale all'inizio del 1988.

Nello stesso tempo era cresciuta la consapevolezza presso le autorità monetarie dell'arretratezza del mercato interbancario italiano, la cui vitalità ed efficienza costituisce invece la condizione di base per una gestione integrata dell'attivo e del passivo delle aziende di credito e rappresenta un anello indispensabile, sia per fornire un'adeguata liquidità al mercato secondario dei titoli, sia per trasmettere i segnali delle autorità monetarie attraverso variazioni dei tassi a breve. Bisognava accrescere l'efficienza di tale mercato al di là del segmento dell'over-night. La decisione di Banca d'Italia nell'ottobre 1990 di modificare la disciplina della riserva obbligatoria, e la revisione del sistema di rifinanziamento, hanno operato in effetti a favore di un potenziamento del mercato interbancario.

In sintesi, il quadro che si presenta alla fine degli anni '80 è quello di una nuova realtà finanziaria che ha modificato comportamenti e attese degli operatori e delle autorità.

- Il significato di indicatori monetari come gli aggregati M1, M2 e M3, e creditizi si è offuscato e la loro validità come obiettivi intermedi è stata messa in discussione. Essi sono diventati infatti meno controllabili dalle autorità e offrono relazioni meno stabili con gli obiettivi finali della politica economica.
- Si è assistito pertanto all'ampliamento della gamma dei valori ammessi o semplicemente tollerati di tali aggregati; mentre gli obiettivi intermedi della politica monetaria sono stati spesso rivisti in relazione al giudizio della Banca Centrale sull'evoluzione del quadro economico reale, ma anche a causa degli effetti dell'innovazione finanziaria che comporta frequenti ridefinizioni della composizione dei diversi aggregati monetari.
- Come corollario, lo spettro delle variabili monetarie e reali prese in considerazione nelle decisioni delle autorità si è ampliato, mentre è cresciuta l'attenzione per i riflessi di misure alternative sulle scelte di portafoglio degli operatori e degli intermediari finanziari.
- Il dispiegarsi di una forte concorrenza tra i diversi tipi di intermediari bancari e non, una maggiore attenzione degli operatori agli impieghi finanziari del risparmio e un atteggiamento favorevole alla sua utilizzazione attiva hanno stimolato e promosso la creazione di nuovi strumenti che potessero meglio soddisfare le preferenze sia delle unità che presentavano avanzi finanziari, sia degli utilizzatori del risparmio. La ricerca di punti di incontro di maggiore soddisfazione delle scelte di portafoglio da entrambi i lati dei bilanci ha portato anche ad una maggiore articolazione degli intermediari finanziari e dei mercati.
- La netta separazione tra il credito a breve e quello a medio termine si è rivelata, a seguito di numerose innovazioni finanziarie, alquanto artificiosa e, nella seconda metà degli anni '80, si è rafforzata la tendenza verso la banca mista e il gruppo polifunzionale e verso la proliferazione di nuove attività e nuovi intermediari tra loro concorrenti, accrescendosi la sostituibilità tra le diverse attività finanziarie.
- Sempre meno il controllo indiretto del credito e dei finanziamenti, data l'elevata sostituibilità tra le diverse attività finanziarie e tra i prestiti interni e quelli esteri può essere esercita-

to col solo controllo del passivo delle banche; esso deve necessariamente affidarsi ai tassi di interesse e ad una complessa griglia di differenziali tra tassi attivi e passivi e tra tassi interni e tassi esteri.

- Gli interventi di politica monetaria si devono confrontare con un ambiente molto reattivo.
- L'accresciuta mobilità internazionale dei capitali, conferisce un peso rilevante al tasso di cambio, quale obiettivo e quale canale di trasmissione della politica monetaria, con un ruolo centrale assegnato ai tassi di interesse quali strumenti.

La volontà di restringere la banda di oscillazione del cambio della lira nello SME, che si attuerà all'inizio degli anni '90, soddisfa un'impostazione della politica monetaria coerente con il quadro storico.

Adesione dell'Italia allo SME

Un'interpretazione popolare dei motivi che hanno portato alla creazione dello SME ha sottolineato il ruolo del vincolo del tasso di cambio come un meccanismo di disciplina atto a promuovere la disinflazione e la convergenza macroeconomica nei paesi membri inclini all'inflazione. Tuttavia, mentre in varie occasioni negli anni '80 il vincolo del cambio ha obbligato i paesi membri dello SME a modificare le loro politiche, pochi sono gli elementi che inducono a ritenere che la disciplina macroeconomica sia stata un motivo principe delle iniziative e dei negoziati per lo SME.

Il caso dell'Italia è un esempio piuttosto chiaro. Gli italiani sono stati informati del piano di costituire lo SME dopo che le caratteristiche principali del sistema erano già state delineate in contatti segreti tra la Germania e la Francia. La decisione di aderire al sistema era stata adottata quasi esclusivamente per ragioni politiche dietro intense pressioni della Germania e della Francia.

L'Europa era considerata un punto di ancoraggio fondamentale per la sicurezza e la stabilità politica dell'Italia: rifiutare di aderire allo SME avrebbe potuto significare un indebolimento e in definitiva anche la scomparsa di tale ancoraggio. Le

considerazioni economiche hanno avuto un ruolo importante nella posizione assunta dall'Italia nei negoziati ma, va detto, soprattutto in direzione opposta a quella che era lecito attendersi sulla base dell'ipotesi disciplina-convergenza.

I vincoli derivanti dagli obblighi dell'adesione agli accordi di cambio (AEC) erano considerati più una difficoltà che un'opportunità. L'amaro ricordo della traumatica espulsione dal Serpente all'inizio degli anni '70 aveva lasciato ai responsabili delle decisioni politiche l'acuta consapevolezza dei rischi di assumere impegni il cui mantenimento poteva risultare estremamente difficile.

I negoziatori italiani si erano adoperati pesantemente per attenuare gli obblighi e mitigare la disciplina sostenendo l'opportunità di fasce più larghe di oscillazione di quelle del Serpente, affermando la necessità di sottolineare la "simmetria" del sistema adottando un meccanismo di intervento basato sull'E-CU e disposizioni speciali in caso di squilibri "involontari" nelle linee di credito a breve termine del sistema, oltre a ribadire la necessità di prevedere regole semplici per la modifica delle parità centrali e l'esigenza di ridurre al minimo i costi politici.

L'idea che la disciplina del tasso di cambio potesse accelerare la disinflazione e ridurre i costi era piuttosto marginale nel quadro. Di fatto nelle considerazioni finali contenute nella Relazione annuale della Banca d'Italia del 1978, il Governatore Baffi dichiarava che "sarebbe illusorio ritenere che attraverso il solo strumento del cambio si possa raggiungere l'obiettivo prioritario dello spegnimento dell'inflazione". Continuava poi sostenendo "come un tempo invero, la produzione della moneta, e quindi la fissazione del suo prezzo, avviene in regime di monopolio. Ma, assai più di un tempo i prezzi di altri beni, quali il lavoro, le materie prime, i prodotti dell'industria, vengono fissati in condizioni prossime al monopolio, da forze organizzate per la difesa di interessi difficilmente influenzabili dalle restrizioni monetarie". Di conseguenza concludeva che "il governo della moneta mirato esclusivamente a stabilizzarne il valore" avrebbe concentrato i costi di aggiustamento sulle parti più deboli dell'economia. I costi economici e sociali sarebbero divenuti insostenibili a causa della loro non equa distribuzione.

L'Italia decise di aderire al sistema. Quando la decisione venne adottata dal governo, la Banca Centrale mantenne un atteggiamento di scettico distacco. L'Italia ottenne una fascia larga ($\pm 6\%$) per la lira e vennero stabilite linee di credito a breve termine di notevole entità per governare il sistema in caso di gravi pressioni. D'altronde il sistema aveva condizioni molto simili ad un Serpente allargato. Le ambizioni originali di un sistema di intervento basato sull'ECU vennero declassate alla introduzione di un "indicatore di divergenza" basato sull'ECU che sarebbe stato utilizzato per identificare la moneta "divergente" e per creare il presupposto di un'azione correttiva. In pratica tale meccanismo non ha svolto un ruolo rilevante nel funzionamento del sistema. Con l'introduzione dello SME si è però alla vigilia di grandi mutamenti nelle politiche economiche. Il risultato complessivo è una forte riduzione dell'inflazione che sembrava incontrollabile all'inizio degli anni '80. Non tutte le politiche economiche sono state tuttavia orientate correttamente.

La politica di bilancio e dei redditi dopo l'adesione allo SME

La politica di bilancio negli anni successivi all'avvio dello SME è stata caratterizzata da un attivismo frenetico. Il suo effetto netto è stato espansionistico e inflazionistico, nonostante i tentativi di porre tetti al fabbisogno del settore pubblico.

Nel 1980-1985 la crescita della spesa pubblica è continuata imperterrita a tassi medi annui vicini al 22%, nettamente al di sopra della crescita nominale del PIL. La quota della spesa sul PIL è aumentata di 10 punti percentuali. La maggiore spesa è stata concentrata sui salari, sulle pensioni e sui trasferimenti alle imprese, a copertura delle perdite delle imprese pubbliche e a finanziamento della ristrutturazione industriale del settore privato. Gli interessi sul debito pubblico sono andati crescendo come quota della spesa pubblica e in percentuale del PIL. Anche le entrate sono aumentate molto rapidamente, ma non sono riuscite a tenere il ritmo con la spesa. Il fabbisogno di finanziamento del settore pubblico è cresciuto a livello di quasi il 14% nel 1985. Nell'anno in questione il debito pubblico era arrivato all'80% del PIL.

Inoltre il governo, i sindacati, la pubblica opinione tendevano a considerare i controlli sui prezzi uno strumento antinflazionistico, ma erano meno disposti ad accettare tagli dei costi e ristrutturazioni delle imprese fornitrici dei servizi di pubblica utilità. Di conseguenza il blocco delle tariffe gonfiava il deficit di tali imprese e le induceva a posporre gli investimenti con danni permanenti per il loro livello tecnologico ed efficienza. I periodi nei quali le tariffe pubbliche e i prezzi amministrati manifestavano ritardi rispetto all'inflazione erano però seguiti da fasi caratterizzate da recuperi più che integrali, non appena le pressioni sui prezzi sembravano calare. Nella prima metà degli anni '80 le tariffe e i prezzi amministrati sono cresciuti in media più dell'indice dei prezzi al consumo.

Nel 1980 dopo la seconda crisi petrolifera il tasso di inflazione dei prezzi al consumo era superiore al 20%, 16 punti più elevato di quello della Germania. Alla fine del 1986 era ridotto al di sotto del 6% e il differenziale con la Germania era passato al 3% circa.

Le restrizioni monetarie hanno colpito pesantemente i posti di lavoro nell'industria. Le imprese confrontate con misure restrittive del credito, elevati tassi di interesse e un cambio reale in via di apprezzamento, hanno reagito cercando di realizzare incrementi di produttività grazie all'espulsione di forze di lavoro. Un milione di lavoratori sono stati dimessi dall'industria tra il 1980 e il 1985 e gli incrementi della produttività del lavoro si sono avvicinati al 25%. La produttività dell'economia nel suo complesso, tuttavia, è cresciuta soltanto del 5% a causa del diverso andamento registrato nel terziario e nelle imprese di costruzioni. Questi settori non sono stati coinvolti nel processo di ristrutturazione e hanno generato un aumento dei posti di lavoro (1.700.000) che ha più che compensato la riduzione nel settore industriale. Circa un terzo dei nuovi posti di lavoro è stato creato nel settore pubblico che ha agito da cuscinetto per mitigare le conseguenze dell'espulsione di lavoratori dal settore industriale.

La ristrutturazione dell'industria è stata sovvenzionata dagli aiuti di Stato. Generose indennità di disoccupazione (incluso la Cassa Integrazione Guadagni) hanno salvaguardato quasi completamente i salari dei lavoratori espulsi, ma anche

hanno ridotto l'impatto della disoccupazione sul mercato del lavoro. L'evidenza empirica rileva una correlazione inversa ex post tra la produzione e l'inflazione nel corso del processo di disinflazione. In tale processo il tasso di disoccupazione è però cresciuto al di sopra dell'11% nel 1983, si è stabilizzato nel 1984, l'anno della riduzione "forzata" dell'indicizzazione dei salari e quindi ha iniziato nuovamente a crescere, benché ad un ritmo più lento.

Quindi, pur riconoscendo l'ampia funzione politica per costruire il consenso a favore delle politiche di stabilizzazione, è giocoforza concludere che la politica dei redditi ha svolto sostanzialmente un ruolo di "accompagnamento" nel processo di riduzione dell'inflazione, mentre lo strumento effettivo di disinflazione è stata la politica monetaria. Il vincolo del tasso di cambio è stato contemporaneamente l'elemento guida della politica monetaria e un fattore diretto di contenimento competitivo degli aumenti dei prezzi per quelle parti dell'economia che erano esposte alla concorrenza estera, vale a dire soprattutto il settore produttivo: giovò anche alla credibilità dell'azione della nostra Banca centrale.

Nei primi anni dello SME i riallineamenti delle parità centrali sono stati frequenti e consistenti, soprattutto dopo che la Bundesbank nel febbraio 1981 aveva adottato una politica drasticamente restrittiva. I tassi centrali per la lira, tuttavia, non assorbivano completamente le variazioni dei prezzi relativi, mantenendo in tal modo una pressione notevole sui produttori italiani perché riducessero i costi e migliorassero la produttività.

I controlli sui cambi esteri e i controlli interni sul sistema finanziario sono stati mantenuti per tutti i primi anni '80. Nel tempo, tuttavia, dopo il "divorzio" la nuova politica del tasso di interesse ha prodotto i suoi frutti. Nel 1983 il massimale sul credito bancario era soppresso grazie a nuove procedure di controllo della massa monetaria basate maggiormente sul mercato. Poco dopo fu dato l'avvio ad un prudente allentamento dei controlli esterni a seguito di un notevole miglioramento della bilancia dei pagamenti.

Confrontando l'esperienza dei tardi anni '70 e dei primi anni '80 risulta che quando la "repressione finanziaria" è elevata,

con tassi di interesse reali negativi, con forte gettito dovuto alla
tassa inflazionistica, ed altri simili fenomeni, il logoramento dei
controlli si intensifica e lo sviluppo di pratiche illegali prende
grande importanza. Quando viceversa le condizioni finanziarie
tutelano i risparmiatori interni dall'inflazione, gli incentivi all'e-
lusione sono minori e gli stranieri possono persino considerare
interessante presentarsi su tale mercato ed acquistare attività na-
zionali.

Rubbettino

Rubbettino

*Alcune note per un modello di crescita
per l'economia italiana*

Rubbettino

Rubbettino

Competitività e vincoli valutari
(«Il Tempo», 12 novembre 1985)

La torta petrolifera
(«Il Tempo», 13 febbraio 1986)

Quali scenari per la nostra economia?
(«Il Tempo», 28 febbraio 1986)

Scelte coerenti con gli obiettivi
(«Il Tempo», 7 aprile 1986)

Avvio di circoli virtuosi
(«Il Tempo», 26 aprile 1986)

Tasso di sconto e equilibri in movimento
(«Il Tempo», 26 maggio 1986)

Prezzi e tassi di interesse
(«Il Tempo», 27 gennaio 1987)

La sottile manovra monetaria
(«Il Tempo», 15 marzo 1987)

Rubbettino

Competitività e vincoli valutari

Il flusso dei movimenti di capitale a livello mondiale sovrasta oggi nettamente quello delle transazioni mercantili. Il rapporto tra i due tipi di flusso è circa 12 volte a 1: vi sono circa annualmente movimenti di capitale per oltre trentamila miliardi di dollari a fronte di circa 2.504 miliardi di transazioni commerciali.

Ciò spiega tra l'altro come nel breve-medio periodo il cambio del dollaro con le altre valute sia determinato prevalentemente dai flussi di capitale piuttosto che dagli scambi di merci. Tale enorme massa di capitali in parte vaganti genera non pochi problemi.

Se da una parte è auspicabile che il sistema monetario internazionale possa conoscere un quadro di riferimento e di regole che portino ad assetti più stabili, d'altra parte volere opporsi a una maggiore integrazione dei mercati di capitali e a una più stretta connessione tra i flussi di merci e i flussi di capitali è irragionevole anche per le seguenti ragioni:

- a) la linea di demarcazione tra transazioni correnti e i movimenti di capitale è sempre più incerta; basti pensare alle operazioni mascherate e all'ambiguo contenuto di talune voci della bilancia dei pagamenti;
- b) la stessa fisicità degli scambi tende a diventare nei paesi più avanzati una quota sempre più ridotta. Gli scambi di servizi e di software acquistano un peso sempre più rilevante e divengono fatalmente veicolo anche di flussi di capitale;

c) le nuove forme organizzative degli scambi associano strettamente aspetti mercantili e condizioni finanziarie.

Va dato atto che l'Italia da qualche anno, sta gradualmente ma irreversibilmente attuando un processo di deregolamentazione valutaria con una serie di decreti e di circolari. L'aspetto più rilevante di tale svolta è però il disegno di legge di riforma della normativa valutaria, approvato dal Senato, che introduce il principio della libertà delle relazioni economiche internazionali, capovolgendo il precedente principio che tutto era vietato salvo le eccezioni ammesse. Lo ha ricordato il ministro alla conferenza di Genova.

Il processo di liberalizzazione in corso, comporta una maggiore libertà di movimento dei capitali tra le frontiere degli Stati, ma soprattutto è dettato dalla finalità di rendere più competitiva l'economia italiana sui mercati internazionali.

Volere limitare eccessivamente le nuove sinergie tra fattori reali e componenti finanziarie equivale a penalizzare la penetrazione dei prodotti sui mercati esteri e ad avere ripercussioni negative sulle partite correnti della bilancia dei pagamenti.

Ai tradizionali calcoli dei costi comparati dei prodotti, derivanti dalle diverse dotazioni dei fattori produttivi dei diversi paesi, che hanno portato alle attuali divisioni internazionali del lavoro, si è aggiunta oggi la dimensione finanziaria che risulta altrettanto rilevante nel determinare la competitività dei sistemi economici. Disponibilità di finanziamenti a basso tasso di interesse per i prodotti che si esportano, utilizzando le divise più convenienti, con possibilità di attenuare il rischio di cambio e di redistribuire le diverse alee originate dai contratti, sono spesso la carta vincente nelle gare e nelle competizioni internazionali. L'esperienza di penetrazione dei mercati esteri del Giappone, che si fondava originariamente sul basso costo del fattore lavoro, è oggi caratterizzata dall'aggressivo ruolo delle strategie finanziarie dell'industria che si avvale del supporto operativo della banca, ad essa strettamente integrata.

E va dunque respinta la concezione di ispirazione mercantile, che i capitali in uscita impoveriscono il sistema economico, mentre i capitali in entrata lo arricchiscono. Neppure è vali-

da l'equivalenza che esportare capitali equivale esportare posti di lavoro. Vanno piuttosto analizzati i tipi di flusso di capitale e le circostanze che determinano gli spostamenti.

Certamente lo Stato ha il diritto-dovere di difendersi dalle ondate speculative che espongono il sistema economico a brusche variazioni di cambio e accrescono eccessivamente la volatilità dei tassi di interesse. Ma l'esperienza fatta anche con la politica monetaria insegna che i vincoli amministrativi sono operanti solo nel breve periodo. Nel lungo periodo essi sono distorsivi rispetto a un'efficiente allocazione e vengono comunque aggirati, con pregiudizio anche della stessa disponibilità di riserve valutarie.

Parimenti si può osservare che l'unico effetto e tutto negativo della legislazione valutaria penale è quello di rendere irrecuperabili i capitali usciti, anziché favorirne la disponibilità a presidio della stabilità dei cambi e delle possibilità di crescita dell'economia. Il quadro di vincoli amministrativi e sanzioni appare in contrasto con le esigenze di un'economia sempre più interdipendente con gli altri paesi. Il solo vero modo di controllare i movimenti di capitale è la realizzazione di una politica economica non divergente da quella praticata negli altri paesi e di risanamento dell'economia con rientro dall'inflazione e contenimento della spesa pubblica.

Se le condizioni interne non consentono rapidamente l'allineamento della politica economica a quella dei paesi concorrenti, è giocoforza procedere gradualmente nello smantellamento dei vincoli, ma qualche progresso si può ugualmente ottenere con una sostituzione di misure economiche elastiche a regole amministrative rigide. È importante che tale principio si consolidi sempre più nelle scelte di politica economica.

La torta petrolifera

La Legge finanziaria sta giungendo faticosamente al termine del suo iter parlamentare dopo la stentata approvazione del bilancio da parte della Camera; torna ora al Senato per il riesame finale.

Si è proceduto con ritardi e sconfinamenti rispetto alle previsioni di spesa, dimentichi che è tempo di serrare le fila per trarre i vantaggi da un quadro internazionale che sta volgendo insperatamente a nostro vantaggio, pur con i rischi di una situazione altamente instabile. Il dollaro è caduto di oltre il 25% rispetto alle punte del marzo scorso, mentre le quotazioni delle materie prime sui mercati internazionali mantengono un'intonazione riflessiva, cosicché è previsto che nel 1986 i prezzi in lire delle nostre importazioni segneranno una rilevante flessione anziché un cospicuo aumento, come da oltre un decennio eravamo abituati. Inoltre una buona fetta della rendita petrolifera sta per esserci restituita.

La guerra tra i paesi esportatori di petrolio per assicurarsi maggiori sbocchi alla produzione – che divide sia i paesi dell'OPEC sia questi dai paesi non aderenti, come l'Inghilterra e la Norvegia – ha fatto scendere vertiginosamente i prezzi del barile del greggio che è oggi quotato sul mercato a pronti sino a 16 dollari.

La produzione è sovrabbondante rispetto alla domanda e in assenza di un accordo sulle quote di mercato, la tendenza al ribasso sembra inarrestabile. Ma sino a quando e sino a quali limiti? Gravi conseguenze stanno maturando per i paesi produttori di petrolio più indebitati all'estero, come il Messico, la cui situazione finanziaria sta diventando critica con possibili ripercussioni sul sistema bancario internazionale e in particolare sulle banche americane, molto esposte verso tale paese.

La riduzione del prezzo del petrolio, che è un indubbio vantaggio per le economie industrializzate, se spinta eccessivamente, accresce la fragilità del sistema finanziario, crea contraccolpi nel commercio internazionale e potrebbe generare ulteriori motivi di turbamento nel mercato dei cambi.

Al momento tuttavia non possiamo che rallegrarci dei vantaggi che ne trarremo. Ogni dollaro in meno nella quotazione

del barile di greggio determina in un anno un minor costo delle nostre importazioni di circa 1.000 miliardi di lire. Ai livelli attuali delle quotazioni dovremo risparmiare oltre 10mila miliardi rispetto al 1985.

Nel 1986 la nostra bilancia dei pagamenti dovrebbe pertanto riequilibrarsi, se non chiudere in attivo; la nostra inflazione potrebbe scendere fino al 6% e persino la finanza pubblica potrebbe in parte essere controllata.

Bisogna però gestire correttamente la politica economica, effettuando scelte importanti per il presente e per il nostro futuro:

- 1) Dato che il vincolo esterno è temporaneamente allentato, conviene accelerare congiunturalmente il tasso di crescita del reddito sostenendo la domanda, oppure è meglio curare le debolezze strutturali dell'economia e rafforzarsi in vista di una più elevata crescita di medio periodo?
- 2) È opportuno istituire un'imposta compensativa sul petrolio tale da mantenere invariato il prezzo sul mercato interno, in modo da incentivare il risparmio energetico e la produzione di fonti alternative, oppure è meglio far beneficiare l'industria e il consumatore delle riduzioni del costo?
- 3) L'eventuale imposta compensativa, come deve essere utilizzata? Per ridurre il fabbisogno del Tesoro di quest'anno? Per rendere meno aspre certe misure della finanziaria, oppure per incentivare gli investimenti e le esportazioni?

Sono scelte strategiche da cui dipende il nostro sentiero di sviluppo. Occorre in ogni caso avere presente che la rendita petrolifera non può essere utilizzata interamente in più modi. In altre parole, se si istituisce un'imposta compensativa sul petrolio pari alla rendita che ci è restituita, il beneficio sull'inflazione sarà nullo. Viceversa se si destina la rendita a una diminuzione dei costi per le imprese e per il consumatore, più agevole sarà l'obiettivo di riduzione dell'inflazione, ma nullo sarà il contributo diretto al contenimento del deficit pubblico. Infine se la rendita petrolifera viene destinata al sostegno della domanda, crescerà il prodotto interno lordo ma incerta è l'evoluzione del tasso d'inflazione.

Le scelte non sono neutrali e vi è dunque il rischio che si mettano in moto pericolosi conflitti sul piano distributivo. Il

peggio sarebbe che la torta da spartire finisse in briciole lasciando la nostra economia, dopo un lieve sollievo, con gli stessi problemi di prima. I miracoli vanno meritati e non sembra per ora che si stiano facendo sforzi per propiziarci gli eventi favorevoli.

Rubbettino

Quali scenari per la nostra economia?

Le previsioni concordano nel disegnare un 1986 abbastanza soddisfacente per la crescita del prodotto interno lordo che si collocherebbe tra il 2,5 e il 3%, per il riequilibrio della bilancia dei pagamenti che diventerebbe attiva per circa 5-9.000 miliardi, nonché per la riduzione dell'inflazione al 6% e forse anche un po' meno.

I risultati saranno tuttavia più o meno felici in relazione alle nostre scelte di politica economica; in primo luogo dipenderanno da come distribuiremo i benefici della riduzione del costo del petrolio che dovrebbe apportare alla nostra economia un vantaggio calcolabile tra i 10 e i 15.000 miliardi di lire.

Quali sono i possibili scenari che discendono da diverse distribuzioni della "torta petrolifera"? Quali gli effetti sull'inflazione, sulla finanza pubblica, sul tasso di crescita dell'economia? Prima di addentrarci nella discussione dei diversi casi, dobbiamo sottolineare che data la consistenza del debito pubblico, oggi una riduzione del tasso di interesse di mezzo punto sui titoli di Stato apporta benefici alla finanza pubblica pari alla fiscalizzazione di oltre cento lire del prezzo della benzina. Poiché la riduzione dei tassi di interesse procede parallelamente alla riduzione dell'inflazione, appare conveniente puntare direttamente alla riduzione dei prezzi piuttosto che agire indirettamente fiscalizzando i vantaggi derivanti dalla riduzione del costo del petrolio. I prodotti energetici entrano con un peso elevato nell'indice dei prezzi al consumo: sembra dunque bene lasciar fare al mercato che si muove nel senso di una riduzione dei prezzi di tali prodotti.

Ciò premesso, possiamo tracciare le seguenti alternative di politica economica: primo scenario – il beneficio della riduzione del costo del petrolio viene attribuito al mercato che trasferisce i minori costi delle importazioni in corrispondenti ribassi di prezzo dei prodotti.

Si discute se: a) solo le imprese devono beneficiare della riduzione dei costi, mentre i consumatori vengono esclusi dai benefici diretti, attraverso un'imposta compensativa che lasci immutato d'ora in avanti il prezzo della benzina; b) anche i consu-

matori beneficiano direttamente di ogni riduzione dei prezzi dell'energia attraverso ribassi della benzina, del gasolio per riscaldamento, del cherosene ecc. In quest'ultimo caso non vi sono effetti diretti di riduzione del deficit pubblico, ma notevoli effetti positivi sull'inflazione. Vi è l'effetto indiretto sulla finanza pubblica della discesa dei tassi di interesse.

Secondo scenario – il vantaggio viene attribuito al mercato che tuttavia non trasferisce la riduzione di costi al consumatore finale, sia perché amplia i margini di profitto, sia perché, ipotesi ancor meno favorevole, vengono aumentati i salari. L'inflazione ribasserà meno del previsto, ma forse i maggiori profitti potranno stimolare investimenti addizionali.

Terzo scenario – il vantaggio viene acquisito alle casse dello Stato a) direttamente, istituendo imposte compensative che lascino immutati i prezzi dei prodotti petroliferi; b) indirettamente, attraverso minori trasferimenti alle imprese – ad esempio riducendo la fiscalizzazione degli oneri sociali alle imprese –.

Vi sono vantaggi per la finanza pubblica e per la politica di energy saving, ma nessun effetto sull'inflazione che potrebbe anzi essere rilanciata dalla minore competitività delle imprese sull'estero, con caduta dell'esportazione e conseguente svalutazione del cambio. Il mancato rinnovo della fiscalizzazione degli oneri sociali produrrebbe inoltre forti distorsioni perché le imprese che importano non coincidono con quelle che esportano e, se i vantaggi non sono trasferiti a valle, le imprese esportatrici subirebbero una forte penalizzazione. Lo scenario non è positivo.

Quarto scenario – identico al precedente ma con destinazione della riduzione di spesa pubblica o delle maggiori entrate fiscali ad investimenti strutturali. Non muta la finanza pubblica, ma vi è uno stimolo espansivo ed effetti di lungo periodo. Il deterioramento a breve termine delle esportazioni, consiglia un utilizzo eventuale solo parziale di tale scenario.

Come conclusione, il primo scenario è il più favorevole, ma è difficile che si realizzi integralmente perché una parte dei benefici amplierà i margini delle imprese o ancora peggio accrescerà i costi di produzione.

Un mix di scenario uno e di scenario due potrebbe essere soddisfacente se la politica dei redditi e di sorveglianza dei prezzi è adeguata e se vi saranno maggiori investimenti. Lo scenario tre è il peggiore. Lo scenario quattro andrebbe utilizzato parzialmente in vista di una strategia di lungo periodo.

Rubbettino

Scelte coerenti con gli obiettivi

Dopo il complesso negoziato per il riallineamento delle parità tra i cambi delle monete dello SME, l'Europa sembra destinata ad una crescita più equilibrata e più vivace. Le nostre autorità hanno compiuto delle scelte positive per il nostro paese. Sarebbe tuttavia affrettato concludere che l'apprezzamento del marco rispetto alla lira e la nuova griglia di parità migliorino ulteriormente per la nostra economia il favorevole quadro internazionale caratterizzato dal ribasso del prezzo del petrolio e dal dollaro meno caro. Per un giudizio consapevole occorrono altri elementi quali la conoscenza delle reazioni dei nostri operatori a tali mutamenti e se la rivalutazione del marco nello SME sarà seguita o meno da un analogo apprezzamento sul dollaro.

Per valutare meglio gli accadimenti di questo fine settimana giova osservare che dal marzo 1983 le parità tra le valute dello SME erano rimaste invariate fatta eccezione per l'aggiustamento della lira del 22 luglio 1985 che si deprezzava di circa un 8% rispetto alle altre monete. Abbiamo quindi avuto tre anni di sostanziale stabilità dei cambi nello SME, grazie anche all'ascesa del dollaro fino a metà 1985, che schiacciava il marco su valori anormalmente bassi impedendo la formazione di tensioni tra le valute europee.

Miracolosamente il sistema aveva tenuto anche nel periodo più recente quando il dollaro precipitava e il marco riprendeva quota dopo l'accordo del settembre scorso tra i cinque maggiori paesi industrializzati per ristabilire quotazioni più realistiche nei mercati dei cambi e frenare così l'onda montante del protezionismo invocato da ampi settori dell'economia americana. Ma il differenziale inflazionistico tra Francia e Germania maturato in questo triennio aveva portato ad una cospicua perdita di competitività delle merci francesi sui mercati europei, non più sostenibile.

La Francia aveva bensì compiuto nello stesso arco di tempo notevoli progressi, riducendo l'inflazione e riequilibrando la bilancia dei pagamenti, ma tutto ciò a prezzo di una politica di rigoroso contenimento della domanda interna, che rovesciava completamente l'iniziale politica espansiva del governo socialista.

La riduzione del prezzo del petrolio rafforzava ulteriormente nei primi mesi di quest'anno i progressi compiuti sul fronte dell'inflazione e della bilancia dei pagamenti, ma le prospettive di più lungo periodo rimanevano incerte per la scarsa capacità di penetrazione delle merci francesi sui mercati esteri a causa della sopravvalutazione del cambio.

La scadenza elettorale francese veniva indicata come l'appuntamento per un probabile riallineamento delle parità in relazione al cambiamento di governo che infatti, dopo alcune incertezze, trascorsi quindici giorni dall'esito elettorale, ha rotto gli indugi, puntando, attraverso un deprezzamento del franco, ad una riconquista di quote di mercato nel commercio internazionale e ad una crescita interna meno frenata dal vincolo esterno. La spinta al deprezzamento del franco è però venuta anche dagli interessi dell'agricoltura, sempre meno in grado di reggere la concorrenza dei vicini tedeschi e olandesi.

Mentre la Francia si dibatteva tra grosse difficoltà per annullare il deficit della bilancia dei pagamenti, la Germania è andata accumulando nel decorso triennio un surplus nei conti con l'estero sempre più elevato e che crescerà ancora notevolmente come conseguenza del controshock petrolifero. Nell'interesse di un più equilibrato funzionamento del sistema internazionale il riallineamento delle parità doveva dunque aver luogo su due fronti, con una rivalutazione del marco che ha trascinato con sé al rialzo il fiorino olandese e con una svalutazione del franco.

Quali le conseguenze per l'Italia di questa operazione? Per la nostra economia vi sarà il vantaggio di una maggiore competitività delle nostre merci in quei paesi europei in cui eravamo più a disagio nello sforzo di mantenere le quote di mercato. In sé tuttavia, l'apprezzamento di marco e fiorino rispetto alla lira è tale da neutralizzare solo parzialmente l'ulteriore perdita di competitività per il differenziale d'inflazione che accuseremo quest'anno; ma esso avviene dopo che la lira a luglio del 1985 aveva già conseguito un vantaggio più rilevante di quello odierno. Risulta pertanto sopportabile anche la penalizzazione rispetto al franco francese che non abbiamo seguito sulla strada del deprezzamento. Bene hanno fatto le nostre autorità a procedere cautamente nel riallineamento dei

cambi per evitare di reinnescare aspettative sfavorevoli sulla dinamica dei prezzi.

Il riallineamento dei cambi consentirebbe una riduzione più rapida dei tassi di interesse perché vengono meno le esigenze di presidio delle riserve valutarie contro eventuali speculazioni, ma d'altro lato occorre evitare che un loro moto accelerato verso il basso in tempi troppo brevi, crei il terreno favorevole a spinte inflazionistiche che brucerebbero rapidamente i vantaggi di competitività ottenuti con la manovra dei cambi. Vi è infatti il pericolo che il processo di riduzione dell'inflazione sia meno rapido del previsto per la tentazione degli operatori di approfittare del riallineamento dei cambi per un aggiustamento anche dei prezzi o più semplicemente per interromperne la discesa.

Inoltre se il marco non dovesse apprezzarsi di nuovo sul dollaro, pagheremmo di più anche le fatture in dollari perché il nostro deprezzamento sul marco ne comporterebbe uno equivalente sul dollaro: ciò potrebbe ridurre in parte dal lato dei costi i vantaggi del favorevole quadro internazionale.

Per scongiurare l'eventualità che il processo di riduzione dell'inflazione si riveli a fine anno ancora una volta deludente è necessaria, più di prima, una politica economica rigorosa che non consenta facili travasi in maggiori margini di profitto o in maggiori salari degli spazi che si sono aperti con la modifica del cambio. Se le nostre autorità riusciranno a mantenere la disciplina nei mercati dei beni e dei fattori produttivi, esiste la possibilità di una crescita dell'economia più sostenuta e più stabile anche rispetto ai più recenti calcoli, in quanto i maggiori stimoli all'esportazione verso l'Europa compenseranno la prevista caduta delle vendite verso gli USA e l'OPEC.

La riduzione del tasso ufficiale di sconto di un punto, dal 14 al 13%, che segue di un mese un'analoga riduzione dal 15 al 14%, non coglie di sorpresa chi ha seguito i più recenti cambiamenti intervenuti nei mercati monetari internazionali. Ma vi sono anche numerose ragioni interne che spiegano la discesa del costo del denaro.

Quanto ai fattori esterni basterà rammentare che il tasso di sconto degli USA è sceso una settimana fa dal 7 al 6,5% e quello del Giappone è parimenti ribassato dal 4 al 3,5% raggiungendo il livello del tasso di sconto tedesco.

La Francia e l'Inghilterra, dopo il riallineamento delle parità nello SME, avevano ribassato di mezzo punto rispettivamente il tasso di intervento sul mercato monetario e il tasso base.

Si tenga presente che dopo il riallineamento, le attese di deprezzamento del cambio della nostra moneta sono state completamente cancellate. La bilancia dei pagamenti dal canto suo mostra miglioramenti che si intensificheranno nei prossimi mesi.

Non vi era dunque più alcun motivo di difendere la nostra moneta con tassi di interesse interni così elevati rispetto a quelli vigenti sui mercati esteri. L'abolizione dei provvedimenti valutari presi a gennaio doveva essere seguita da un aggiustamento anche nel costo del denaro.

Dopo la riduzione dell'inflazione misurata dall'indice del costo della vita che è scesa al 6,6% ad aprile e gli ancora più vistosi progressi nei prezzi all'ingrosso il cui tasso tendenziale è sceso al 2,5%, i nostri tassi di interesse in termini reali sia bancari che sui titoli di stato erano divenuti infatti troppo elevati non solo in assoluto ma anche comparativamente con gli altri paesi e richiedevamo dunque una correzione.

Altre condizioni interne suggerivano un rafforzamento della tendenza discendente del costo del denaro: la dinamica degli impieghi bancari in lire nei primi quattro mesi del 1986 è stata molto contenuta e tale da rendere non stringente il massimale imposto dai provvedimenti del 16 gennaio.

Così, pur in presenza di un vincolo all'espansione degli impieghi, le banche praticavano già in molti casi condizioni di pre-

stito migliori del prime rate. Nonostante i depositi siano fortemente diminuiti nel primo trimestre sia per fattori stagionali sia a causa della disintermediazione prodotta dall'espansione accelerata dei fondi di investimento, le condizioni di liquidità delle banche, piuttosto tese sino ad aprile, si sono successivamente normalizzate e permettono ora un adeguamento dei tassi bancari all'orientamento espresso dalle autorità.

L'indicazione di una riduzione del costo del denaro appare rafforzata dalla scelta del Tesoro di diminuire di un punto e mezzo la cedola dei Buoni del Tesoro poliennali (BTP) di nuova emissione; essa scende infatti al 10,5%.

Le previsioni di un'ulteriore discesa dell'inflazione cui si adegueranno le cedole dei titoli delle future emissioni, rendono comunque appetibile la sottoscrizione dei buoni a reddito fisso perché il risparmiatore godrà anche dei guadagni in conto capitale derivanti da quotazioni di borsa crescenti man mano che i tassi di mercato scenderanno.

I risultati già positivi dell'asta di aprile dei BOT saranno sicuramente migliorati da quella di maggio, che vedrà in scadenza una quantità di titoli minore di quella dei mesi precedenti per cui è facile presumere un eccesso di domanda sull'offerta.

Sembra dunque aver inizio un movimento più deciso di riduzione del costo del denaro che porterà sensibili benefici alle imprese e alla finanza pubblica ma anche al risparmiatore che sappia cogliere le opportunità offerte da una tendenza di lungo periodo nella diminuzione dei tassi.

La prudenza sin qui adottata dalle autorità monetarie risulta ora premiata dall'avvio di circoli virtuosi che potrebbero portare la nostra economia, infranto lo zoccolo duro dell'inflazione, a sciogliere i tradizionali vincoli strutturali.

Per tre volte dal 21 marzo a cadenza mensile, il tasso ufficiale di sconto è ribassato di un punto portandosi al 12%. Quali gli effetti di questa incisiva manovra per le imprese, per il risparmiatore, per le banche? Il livello ora raggiunto dal costo del denaro può considerarsi corretto in relazione alle condizioni interne ed esterne dell'economia, o è da ritenersi ancora elevato?

Per le imprese la riduzione del costo del denaro dall'inizio dell'anno non è pari a tre punti, tenendo conto della gobba formata nei tassi nei primi mesi del 1986 a seguito della manovra restrittiva decisa dalle autorità monetarie per bloccare la speculazione sulla lira. Ma in ogni caso dato che gli impieghi bancari alle imprese industriali ammontavano a fine 1985 ad oltre 120.000 miliardi e che i prestiti degli istituti di credito speciale sono in parte a tassi variabili, si può calcolare che ogni punto di riduzione del costo del denaro equivalga ad un miglioramento del cash-flow delle imprese industriali di 1.500-2.000 miliardi.

Tale constatazione positiva va mitigata dalla considerazione che ciò che conta per le imprese non è solo il costo del denaro in termini nominali, ma anche e soprattutto il costo in termini reali: e sotto questa prospettiva la situazione delle imprese dall'inizio dell'anno appare peggiorata e si ristabilirà solo se l'ultima riduzione del tasso di sconto si tradurrà in una corrispondente diminuzione del tasso sui prestiti.

Per il risparmiatore il rapido calo delle cedole dei titoli di Stato che sono state portate al 10,5% per i BTP, e dei rendimenti sui CCT che scendono di un punto per quelli decennali rispetto all'ultima emissione, equivale ad una sostanziale decurtazione del reddito nominale, ma in termini reali la situazione non comporta sacrifici. Non solo: la tendenza alla riduzione dei tassi di interesse produce guadagni in conto capitale sui titoli a reddito fisso e incentiva l'investimento a più lunga scadenza dove maggiore è il vantaggio per il risparmiatore che sappia abilmente sfruttare le opportunità offerte dalla discesa dei rendimenti.

Le banche appaiono meno favorite. È difficile per loro ridurre la remunerazione dei depositi in parallelo alla riduzione

del tasso ufficiale di sconto, data la forte disintermediazione subita a causa della concorrenza su due fronti: quella dei titoli di Stato e quella dello sviluppo dirimpante dei fondi di investimento, mentre si profilano ulteriori forme di concorrenza da parte di nuovi intermediari finanziari.

I depositi sono fortemente diminuiti in valore assoluto dall'inizio dell'anno per fattori stagionali, ma anche depurando i dati dalla componente stagionale, la loro crescita rapportata ad anno, è stata di solo il 3,9% nel primo trimestre: negativa in termini reali. È certo che per le banche siamo all'inizio di una difficile fase di trasformazione strutturale che vedrà ridimensionata la loro funzione tradizionale, ma per il momento la gestione del denaro è ancora fondamentale.

La riduzione dei tassi sui prestiti delle banche comporterà verosimilmente una restrizione del ventaglio tra tassi attivi e tassi passivi e quindi qualche maggiore difficoltà. Ma va anche osservato che più si riduce il costo del denaro, minore diventa la penalizzazione della riserva obbligatoria che viene remunerata a tasso costante. Le banche hanno quindi qualche margine di manovra e va osservato che tenderanno a diminuire i vantaggi con più mezzi propri, data la minor incidenza negativa delle riserve obbligatorie: la concorrenza sarà quindi più equilibrata e i risultati rifletteranno maggiormente l'efficienza delle gestioni delle diverse banche, essendo meno influenzati dai vantaggi iniziali di cui dispongono le banche più capitalizzate.

Siamo ora in grado di dare una risposta al quesito se il livello raggiunto dal costo del denaro sia corretto in relazione alle condizioni esterne ed interne della nostra economia.

Possiamo osservare che con la nuova riduzione del tasso di sconto, i nostri tassi di interesse si aggiusteranno in termini reali a quelli praticati internazionalmente; ma data la previsione di stabilità dei cambi, il differenziale tra i tassi nominali d'interesse interni ed esteri renderà ancora conveniente per i nostri operatori alcune forme di indebitamento in valuta a breve termine.

L'andamento della bilancia dei pagamenti fortemente positiva ad aprile, ha reso evidente che il livello dei nostri tassi di interesse non è attualmente influenzato da preoccupazioni per la difesa dell'equilibrio esterno.

Sul piano interno possiamo osservare che l'inflazione misurata dall'indice del costo della vita è scesa di 2,3 punti dall'inizio dell'anno, mentre molto più veloce è stata la discesa dei prezzi all'ingrosso. La riduzione di tre punti del tasso ufficiale di sconto appare dunque in linea con la caduta dell'inflazione. Qualcuno potrebbe osservare che nel 1978 il tasso di sconto scese al 10,5% quando l'inflazione si collocava ancora intorno al 12%.

Si risponde che gli anni '80 hanno visto un netto cambiamento in tutto il mondo nella politica dei tassi di interesse rispetto alle condizioni generate dal comportamento delle autorità monetarie negli anni '70: a tali condizioni sono in parte imputabili lo scarso controllo dell'inflazione in tale periodo e la ribellione del risparmio che si volse verso i beni rifugio.

Oggi inoltre la gestione di un enorme debito pubblico che è andato accumulandosi nel tempo e l'ingente deficit del settore statale consigliano di non forzare troppo i tempi nell'abbattere i rendimenti. Certamente potremo compiere altra strada nei prossimi mesi, quando la gestione del debito pubblico diventerà più agevole e quando più evidenti appariranno i progressi della nostra economia.

Le due domande che operatori economici e famiglie si pongono oggi, cercando di interpretare i segnali dell'economia, sono principalmente quelle che riguardano le tendenze dei prezzi e dei tassi di interesse.

Ha riaccessato gli interrogativi il rimbalzo dei prezzi al consumo a gennaio che segnala una crescita di circa lo 0,8% rispetto a dicembre e che ha spostato l'indice tendenziale del costo della vita dal 4,3 al 4,6%, invertendo una tendenza che durava da un anno.

Si può subito osservare che l'indicazione di gennaio è tradizionalmente affetta da una stagionalità negativa e quindi i dati dei prossimi mesi miglioreranno, anche perché sull'indice del primo mese del 1987 hanno inciso eventi straordinari come taluni aumenti tariffari e gli effetti del rincaro del petrolio. Si è trattato di un segnale di allarme che per ora non modifica le tendenze in corso che prevedono una ripresa del movimento discendente dei prezzi al consumo già dal prossimo mese.

Non dobbiamo nasconderci che appare difficile che il momento magico possa continuare a lungo; ma non è logico attribuire la causa di un'eventuale ripresa dell'inflazione a ciò che si è verificato nel mercato dei cambi, perché il lieve deprezzamento della lira nei confronti del marco è stato più che compensato dalla dinamica discendente del dollaro.

Un primo elemento negativo, che modificherà il quadro, va individuato nel fatto che è prevedibile una netta risalita dell'indice tendenziale dei prezzi all'ingrosso a partire da febbraio-marzo e una contemporanea, rapida restrizione della forbice tra prezzi all'ingrosso e prezzi al minuto nel corso di pochi mesi. Tale previsione è molto attendibile se si tiene presente che l'anno scorso i prezzi all'ingrosso a partire da febbraio mostrarono una variazione negativa ogni mese sul mese precedente, per oltre un semestre. Quest'anno invece, dato che il costo del petrolio continua a segnare qualche aumento e dato che gran parte della caduta attesa del cambio del dollaro sembra essersi già realizzata, le variazioni mensili dei prezzi all'ingrosso a partire da febbraio o al più da marzo, non potranno che essere positive. Esse incor-

poreranno anche i primi effetti della stagione contrattuale che, benché contenuta, segna tuttavia una dinamica dei costi superiore a quella coerente con il tasso programmato di inflazione.

L'indice tendenziale, essendo basato su confronti con i dati di un anno prima che mostravano variazioni negative, rivelerà dunque una netta accelerazione al rialzo. Va detto tuttavia che gli indicatori statistici dei prezzi all'ingrosso di febbraio-marzo non saranno disponibili che ad aprile-maggio, cosicché il loro andamento sarà recepito con ritardo sulle aspettative. È probabile che il progressivo richiudersi della forbice tra prezzi al minuto e prezzi all'ingrosso e il venir meno di fattori di ribasso dei prezzi internazionali, possano produrre un'inversione nelle tendenze dell'indice del costo della vita nel secondo semestre dell'anno e riportino in evidenza i fattori interni di spinta sui prezzi, che non appaiono ancora assopiti. Benché non siano prevedibili pericolosi ritorni dell'inflazione, soprattutto se le negoziazioni salariali si concluderanno bene e il disavanzo pubblico rimarrà sotto controllo, il pavimento dell'inflazione intorno al 4%, che raggiungeremo nei prossimi mesi, sarà difficile da conservare. Che dire dell'andamento dei tassi d'interesse? A livello internazionale le attese sono per una loro discesa nei prossimi mesi.

Negli USA l'intonazione contenuta della crescita del reddito nel quarto trimestre 1986 e le previsioni avanzate per il primo semestre 1987, lasciano ritenere che le autorità monetarie per ora non dovrebbero prendere misure restrittive di politica monetaria, ma anzi dovrebbero diminuire ulteriormente il costo del denaro per sostenere la domanda aggregata.

In Germania si è proceduto ad una riduzione del tasso di sconto dal 3,5 al 3%, anche se d'altro lato, il denaro è stato reso più scarso, essendo cresciuti gli obblighi di riserva obbligatoria delle banche ed essendo diminuito il portafoglio ammesso al ri-sconto. Tale manovra è stata accompagnata da parallele riduzioni del tasso di sconto in Austria, Olanda e Svizzera. Si attendono misure dal Giappone per frenare l'apprezzamento dello yen.

In Italia riteniamo che presto i tassi d'interesse ribasseranno anche per eliminare l'aumento in termini reali del costo del denaro che si è verificato a novembre e a dicembre 1986, quando l'inflazione è scesa dal 5,1 al 4,3 mentre i tassi d'interesse ri-

manevano quasi immutati. Le previsioni sui prezzi per i prossimi mesi consentono la riduzione.

Per ora si è preferito attendere a causa della tempesta valutaria che ha portato a un riallineamento delle parità delle valute nello SME e perché la dinamica degli impieghi bancari procedeva a un ritmo nettamente superiore a quello ritenuto coerente con gli obiettivi delle autorità monetarie.

L'accelerazione degli impieghi bancari sembra sia stata dovuta a diverse cause tra cui la diffusione di operazioni finanziarie collegate all'ingente volume di nuove emissioni azionarie che si sono avute nel 1986 e la possibilità per le banche di effettuare un volume maggiore di accantonamenti ai fondi rischi in esenzione fiscale.

Le indicazioni più recenti segnalano un rientro verso la normalità della dinamica degli impieghi e pertanto, dopo le ultime misure dei paesi europei, si è allargato lo spazio di manovra delle nostre autorità per procedere ad una riduzione dei tassi.

Tuttavia l'orizzonte per un ribasso appare limitato al primo semestre. Negli USA, infatti, lo scenario più probabile per la seconda parte dell'anno appare quello di un rialzo dei tassi nominali di interesse a causa del riaccendersi di tensioni inflazionistiche dovute al maggior costo del petrolio, al deprezzamento del dollaro e, forse, al maggior ritmo di crescita dell'economia. Anche se i tassi d'interesse in termini reali non dovessero salire, l'aumento di quelli nominali è sufficiente per propagare impulsi al rialzo ai rendimenti sulle attività finanziarie del mercato internazionale.

Quanto già detto sull'evoluzione dei prezzi in Italia e l'appuntamento ad ottobre con la più elevata aliquota di tassazione sui titoli di stato – dal 6,25 al 12,50% – lasciano presumere che anche da noi si verificherà un tracciato a parabola dei tassi d'interesse.

Il provvedimento di riduzione del tasso ufficiale di sconto dal 12 all'11,5% deciso dal nostro Ministro del Tesoro, più che alle misure prese in tempi recenti da Inghilterra, Francia e Belgio, che pure hanno ridotto i loro tassi ufficiali di riferimento, dopo averli innalzati a fine 1986, assomiglia alla logica seguita dalla Bundesbank poco prima delle elezioni di gennaio in Germania: rendere meno caro il denaro, ma renderlo meno abbondante, scoraggiando gli afflussi di capitale dall'estero.

Basterà ricordare che la Banca Centrale tedesca aveva ridotto il tasso ufficiale di sconto dal 3,5 al 3%, ma contemporaneamente, giudicando che la qualità di moneta cresceva a ritmi superiori a quelli programmati, aveva elevato il coefficiente di riserva obbligatoria sulla raccolta per ricondurre la dinamica di tale aggregato entro limiti accettabili. La riduzione dei tassi d'interesse mirava più che a rilanciare la domanda interna a scoraggiare l'afflusso di moneta dall'estero, che si spostava dal dollaro al marco, creando turbolenze nel mercato dei cambi anche dopo la revisione delle parità delle valute dello SME.

Anche nel caso italiano alla riduzione del tasso di sconto si accompagna l'introduzione a carico delle banche di un coefficiente di riserva obbligatoria del 25% sull'incremento della raccolta in valuta che non sia reimpiegata all'estero o ceduta ad aziende di credito corrispondenti.

Ufficialmente si afferma che la misura serve in primo luogo ad armonizzare le condizioni di raccolta in lire e in valuta, ma il vero obiettivo del provvedimento è quello di porre un argine al fiume di denaro che proviene dall'estero, attirato dal cospicuo differenziale di interessi a nostro favore.

Dopo il recente riallineamento nello SME, nessuno si attende più un deprezzamento del cambio della lira, cosicché per gli operatori è molto più conveniente indebitarsi all'estero, dove i tassi sono bassi, piuttosto che all'interno dove i tassi mantengono livelli elevati soprattutto se considerati in termini nominali.

Il positivo andamento della nostra bilancia dei pagamenti e la riduzione del tasso di inflazione tendenziale al 4,2%, contri-

buiscono a rafforzare la fiducia nella nostra moneta. Le autorità monetarie sono però preoccupate dalla dinamica degli impieghi bancari che eccede largamente quella considerata auspicabile e che viene sostanzialmente alimentata dagli impieghi in valuta, col doppio risultato di rendere eccessiva l'espansione creditizia e di rendere difficile il controllo della base monetaria creata dal canale estero.

Banca d'Italia teme che i troppi impieghi bancari rispetto al ritmo di crescita dell'economia, possano alimentare operazioni speculative o comunque creare bolle di liquidità che prima o poi si tradurranno in spinte inflazionistiche. Riscuote però consensi presso le autorità monetarie anche una spiegazione meno pessimistica del fenomeno, che attribuisce una parte cospicua della crescita dei prestiti ad operazioni di prefinanziamento dei numerosi aumenti di capitale in corso, cosicché i primi dovrebbero rientrare fisiologicamente nella norma una volta raggiunti gli obiettivi; inoltre l'accresciuta complessità finanziaria dell'economia richiederebbe un'estensione del credito rispetto ai dati del passato. Infine è un'esperienza generalizzata a diversi paesi che la riduzione dell'inflazione tende a fare diminuire la velocità di circolazione della moneta e quindi accresce il fabbisogno di tale strumento finanziario. Va peraltro precisato che per ora la crescita dei depositi bancari è ancora limitata.

Per le considerazioni esposte, le nostre autorità si sono ben guardate dall'inasprire il costo del denaro, ciò che tra l'altro sarebbe stato un provvedimento contraddittorio con la necessità di arrestare i flussi di moneta dall'estero; ma non hanno allentato la guardia sui flussi creditizi in relazione anche alla delicata situazione politica del momento.

L'aver dato un segnale di riduzione del costo del denaro prende atto delle tendenze del mercato e può rendere più agevole il finanziamento del disavanzo pubblico che, paradossalmente, negli ultimi tempi, nonostante l'afflusso di moneta dall'estero, aveva incontrato qualche difficoltà. È giusta tuttavia l'interpretazione degli industriali che i provvedimenti adottati, utili sotto il profilo finanziario, daranno un contributo limitato all'espansione dell'economia.

In conclusione, l'azione delle banche centrali diviene sempre più sottile. Riescono a ridurre il costo del denaro, rendendo più scarsa la moneta: un obiettivo che un tempo appariva contraddittorio nei termini.

Rubbettino

Rubbettino

Gli sviluppi

Rubbettino

Rubbettino

Lo SME dopo il 1987¹

Il periodo dello SME che inizia nel gennaio 1987 segna un rafforzamento della disciplina dei prezzi attraverso il cambio, che diviene più rigida rispetto a quella sperimentata in passato, basata su riallineamenti frequenti, anche se limitati, delle parità. Questa nuova politica della quasi fissità del cambio nominale si sviluppa in un contesto di progressiva liberalizzazione dei movimenti di capitale, che rende molto più vulnerabile un sistema di cambi fissi.

Misurata in termini di pressione sul cambio reale, la politica di fissità del cambio nominale, a causa dei differenziali dei tassi d'inflazione ancora esistenti, si traduce in un forte apprezzamento della nostra moneta. Diversamente dal periodo anteriore al 1987, dove un certo apprezzamento del cambio reale della lira nei confronti delle altre valute europee si era accompagnato ad un suo deprezzamento verso il dollaro, dal 1986 si verifica un forte apprezzamento anche nei confronti di questa moneta.

La politica di generale apprezzamento verso l'estero della lira produce un graduale peggioramento delle partite correnti

¹ Questo capitolo è frutto della rielaborazione da parte dell'autore del paper di M. Arcelli e S. Micossi "La Politica Monetaria degli anni '80", elaborato nell'ambito delle riflessioni presso l'Osservatorio e Centro di Studi Monetari dell'Università LUISS Guido Carli di Roma. Il lavoro è stato integrato con parte di articoli di fondo pubblicati dall'autore sul quotidiano romano "Il Tempo" nel periodo a cavallo tra gli anni '70 e '80.

della nostra bilancia dei pagamenti, dopo che sono svaniti i benefici del controshock petrolifero e della bassa quotazione in lire delle materie prime. Ma nonostante l'accresciuta pressione del cambio sul settore industriale, non si realizza la convergenza del tasso di inflazione italiano verso i livelli della Germania e della Francia. Il differenziale tra i tassi di crescita dei prezzi rimane fino al 1991 sostanzialmente invariato.

Il differenziale dei tassi di interesse a breve rispetto a quelli tedeschi scende ad un minimo storico. Ma si avvicina rapidamente il momento della crisi a causa della mancata convergenza e della debolezza della finanza pubblica, e si scatena la speculazione che condurrà alla tempesta valutaria del 1992-1993 e poi di nuovo del 1995. Nel periodo 1987-1992, come si è detto, il vincolo di cambio definito dall'appartenenza allo SME è risultato per l'Italia effettivamente stringente, non avendo più il nostro paese fatto ricorso alla svalutazione.

Nello stesso periodo, veniva progressivamente abbandonata la maggior parte dei controlli valutari in precedenza utilizzati a sostegno della lira. Il cambio assumeva un ruolo sempre più forte di obiettivo intermedio della politica monetaria, ed i tassi di interesse divenivano lo strumento a disposizione della Banca d'Italia. Oltre all'abolizione dei vincoli amministrativi, anche le dichiarazioni di impegno, nei vari paesi membri, a favore del processo di integrazione monetaria e finanziaria in Europa, contribuivano al notevole aumento della mobilità dei capitali all'interno della Comunità. Su scala mondiale, si assisteva alla crescente internazionalizzazione dei mercati (globalizzazione).

Un regime con cambi praticamente fissi, quale è stato lo SME per l'Italia dal gennaio 1990, implica, come è noto, che in presenza di elevata mobilità dei capitali si debba rinunciare ad una gestione autonoma della politica monetaria domestica. Dopo la liberalizzazione dei movimenti di capitale a breve (maggio 1990), le conclusioni del modello Mundell-Fleming dei libri di testo vennero quindi riproposte, nell'ambito del dibattito sull'integrazione monetaria in Europa, con il nuovo appellativo del "quartetto inconsistente".

Si è d'altronde sostenuto che, anche in questo periodo, una parziale flessibilità e grado di indipendenza nella gestione della po-

litica monetaria è stata mantenuta dalle nostre autorità monetarie grazie alla possibilità di manovrare la fluttuazione della lira all'interno della banda di oscillazione. Tuttavia l'oscillazione consentita dagli accordi di cambio non era certo tale nel periodo in esame (1990-1992) da giustificare una effettiva, sia pure parziale, autonomia delle Banche centrali europee rispetto alla Bundesbank.

Se, come sembra, la Banca d'Italia ha mantenuto anche nel periodo della "banda stretta" qualche grado di flessibilità ed indipendenza nella gestione monetaria, ciò sembra essere dipeso anche e soprattutto dal fatto che, sia pure in un contesto di forte integrazione dei mercati dei capitali, fino alla fine del 1992 restavano in vigore forti barriere alla libera concorrenza nella fornitura dei servizi finanziari e bancari all'interno della Comunità. Per esempio in Italia non era concesso a banche straniere di aprire filiali ed operare liberamente.

Una conclusione annunciata

Gli eventi che sono stati descritti richiedono una riconsiderazione delle relazioni macroeconomiche a partire dagli anni '80 fino al 1992. Il vincolo del cambio era stato inasprito, ma l'inflazione cresceva non appena l'economia era in ripresa. L'apprezzamento del cambio reale esercitava una pressione intensa sotto il profilo della concorrenza nell'industria e, in misura crescente, anche tra le imprese del terziario cosicché la disoccupazione era restia a calare nella fase di ripresa, ma cresceva rapidamente non appena l'economia rallentava. E tuttavia i salari continuavano a crescere a tassi doppi rispetto ai concorrenti europei e per anni era persistito un eccesso sistematico di domanda interna sulla produzione interna.

In effetti se avesse funzionato un aggiustamento di tipo "normale", l'apprezzamento del cambio reale avrebbe dovuto rallentare la crescita dei salari e contenere la domanda in eccesso. L'Italia vedeva la disoccupazione aumentare senza però che ciò fosse accompagnato dalle altre reazioni. È quindi utile capire che cosa alimentava la domanda interna e i redditi e smorzava il processo di aggiustamento.

Un peso rilevante va attribuito al settore pubblico che manteneva la domanda e i redditi interni su un livello elevato mediante trasferimenti sempre più ampi, aumentava i costi per effetto della sua politica salariale e di una pressione fiscale e parafiscale rapidamente crescente; interferiva con le forze equilibratrici sul mercato del lavoro fornendo posti di lavoro alternativo o indennità quasi pari ai livelli salariali percepiti dai lavoratori estromessi dall'industria: per effetto di tutti questi fattori la spesa pubblica portava anche grande responsabilità per il persistente apprezzamento reale del cambio. In tale processo il settore pubblico aveva accumulato un debito enorme, superiore al 100% del PIL alla fine degli anni '80 e con crescita tendenziale esplosiva, debito che metteva a rischio la stabilità finanziaria dell'Italia e manteneva i tassi di interesse reali nettamente al di sopra di quelli degli altri paesi industriali. Un breve riepilogo di alcuni fatti può confermare tale interpretazione.

Per tre decenni i consumi sono cresciuti più rapidamente del PIL, in parallelo con l'andamento della spesa pubblica. All'inizio degli anni '80 i salari del settore pubblico e gli esborsi per pensioni ed altre prestazioni di sicurezza sociale rappresentavano circa il 29% del reddito disponibile; nel 1980-1991 contribuivano per oltre il 40% alla crescita del reddito disponibile. Se si aggiungono gli interessi sul debito, la percentuale iniziale passa al 33,8% e il contributo alla crescita del reddito disponibile al 55,8%. A seguito di tali andamenti, nel 1991 le retribuzioni pubbliche e le prestazioni sociali erano pari al 38,4% del reddito disponibile totale; con gli interessi sul debito la percentuale del reddito disponibile direttamente a carico del bilancio pubblico superava il 50%.

Numerosi contributi illustrano il ruolo del settore pubblico nell'aumentare i costi del lavoro e i prezzi, in particolare per i beni non destinati alla vendita, provocando così un apprezzamento reale del tasso di cambio. I dati relativi ai prezzi, ai salari e alla produttività lasciano pochi dubbi sul fatto che il settore pubblico sia stato una fonte diretta di inflazione a causa del suo atteggiamento lassista sotto il profilo finanziario e di una gestione inefficiente. Il deflatore della pubblica amministrazione ha evidenziato un aumento annuo medio del 13,8% nel 1980-1991, rispetto all'8,1% dell'industria manifatturiera.

Il settore pubblico ha anche presentato gli aumenti retributivi più elevati e gli incrementi di produttività più bassi nel corso degli anni '80. Nel 1990-1991 i salari unitari hanno accelerato ad un saggio del 12,2% di aumento dopo essere cresciuti dell'8,4% nel periodo 1986-1989 (8 e 7,4% rispettivamente per il settore industriale). Grazie a un ritmo più intenso di crescita nel corso del decennio, nel 1991 la remunerazione media per il lavoratore dipendente era lievemente superiore a 49 milioni di lire nell'amministrazione pubblica, contro ai circa 40 milioni di lire del resto dell'economia.

Il poco rigore dei vincoli di bilancio, l'inefficienza, gli organici sovraffollati e i salari generosi hanno anche caratterizzato molte delle imprese di pubblici servizi, le imprese pubbliche e il sistema bancario che faceva capo in gran parte alla mano pubblica. Un recente studio sugli appalti pubblici elaborato per la Commissione CEE (Ernst & Young, 1992) fornisce elementi nuovi circa gli elevati costi pagati dal settore pubblico italiano per servizi, forniture e attrezzature. Sono altresì identificati importanti effetti collaterali della riduzione degli standard tecnologici e dell'attenuazione della pressione concorrenziale sui mercati dei fornitori.

Ma le influenze dirette sui prezzi sono soltanto una parte della storia: un ampio intervento pubblico ha alterato sistematicamente i prezzi relativi, la distribuzione del reddito e la struttura della produzione e dell'occupazione. Grandi distorsioni sono state introdotte nell'economia da un notevole aumento dell'imposizione diretta e dei contributi di sicurezza sociale.

In tali circostanze non sorprende che l'andamento dei salari e le aspettative fossero poco influenzati dall'entrata dell'Italia nello SME e, in seguito, dal passaggio ad una fascia di oscillazione più stretta. Ancora meno sorprendente è il fatto che la credibilità dell'impegno dell'Italia a restare nello SME non fosse mai pienamente consolidata.

La crisi valutaria del settembre 1992, insomma, era stata "scritta" con molto anticipo.

Rubbettino

Conclusioni

Rubbettino

Rubbettino

Il vincolo esterno e lo sforzo del suo superamento

Agli inizi degli anni '80 una crescita stabile della nostra economia dipendeva in buona parte dal vincolo esterno, cioè dalla capacità di mantenere un sostanziale equilibrio della bilancia dei pagamenti. L'Unione Monetaria Europea ha reso meno rilevante il riequilibrio strutturale dei conti con l'estero ma non ha sminuito l'importanza della competitività dei nostri prodotti verso quella degli altri Paesi.

Un primo fattore di squilibrio dei nostri conti con l'estero dipendeva essenzialmente dalla elasticità delle nostre esportazioni rispetto alla crescita dell'economia mondiale, confrontata con l'elasticità delle importazioni rispetto alla crescita della domanda interna. Tenuto conto di tali elasticità, essendo molto maggiore quella per le importazioni, se la nostra economia cresceva rapidamente, il vincolo esterno si rifletteva immediatamente sul deficit della bilancia dei pagamenti. Era importante cogliere i segni di mutamento del quadro internazionale per una corretta valutazione delle possibilità di sviluppo della nostra economia.

Per curare il deficit nel breve periodo, bisognava rallentare la crescita interna per riportare il sentiero dell'economia su una traiettoria compatibile con il dato esogeno della crescita internazionale. A sua volta, tuttavia, il minor sviluppo del prodotto nazionale riduceva il volume di importazioni e ostacolava un elevato livello di scambi internazionali.

Per fronteggiare lo squilibrio con l'estero giovava in ogni caso rafforzare la competitività dei nostri prodotti in termini di prez-

zo sui mercati internazionali, conseguibile attraverso una riduzione del costo del lavoro per unità di prodotto, data la sua rilevanza, o deprezzando il cambio in modo da compensare il differenziale inflazionistico rispetto ai Paesi concorrenti.

In presenza di un migliorato risultato dei conti con l'estero, all'ipotesi di uno sviluppo trainato dalle "locomotive", in particolare della Germania, si sostituiva gradualmente l'immagine del "convoglio" fondata su un andamento più equilibrato di tutte le economie europee e su un concorso generalizzato al sostegno dell'interscambio internazionale.

Fino al 1986-1987, periodo in cui cessai la mia collaborazione a "Il Tempo", il vincolo principale a cui fu indirizzata con qualche successo la politica economica, fu rappresentato dal vincolo esterno. Grazie a una politica di svalutazione del cambio e poi della deindicizzazione della scala mobile, l'economia riacquistava competitività verso l'estero, allentando così il vincolo esterno.

Nell'insieme tuttavia, la crescita continuava ad essere inceppata perché non si riusciva a tenere sotto controllo l'altro grande vincolo, cioè lo squilibrio della finanza pubblica, con conseguenze negative sull'allocatione delle risorse e fenomeni di spiazzamento della spesa privata da parte della spesa pubblica. Solo grazie al quadro internazionale più favorevole e alla politica monetaria che passava gradualmente da un controllo diretto a un controllo indiretto del credito, con la Banca Centrale che andava riacquistando autonomia dal Tesoro, si ebbe qualche contenimento dell'inflazione pur con un continuo aumento del deficit primario e del debito pubblico in rapporto al prodotto interno lordo.

Si trattava tuttavia di equilibri instabili destinati ad aggravarsi nel tempo, in assenza di un risanamento della finanza pubblica.

Sono gli anni in cui si va affermando la filosofia del "circolo virtuoso": l'aumento della produttività incide sul salario reale, accresce la nostra competitività con l'estero e ciò consente e lascia una più robusta espansione della domanda sia internazionale che interna. L'aumento della produttività non è tuttavia sufficiente ad accrescere la nostra competitività se l'inflazione, che

ha raggiunto livelli inusitati, per effetto della crisi petrolifera, non viene riportata sotto controllo.

La parziale deindicizzazione del salario, con una sostanziale modifica della scala mobile, diviene pertanto uno strumento (obiettivo-vincolo) per conseguire altri vincoli-obiettivi che condizionano il nostro sviluppo senza inflazione. Durante gli anni '80 e nella prima metà degli anni '90 il controllo dell'inflazione e il recupero di competitività senza eccessive svalutazioni del cambio, vengono sostanzialmente raggiunti.

Gli squilibri dei conti pubblici e l'obiettivo di risanamento della finanza

L'eccessiva crescita della spesa pubblica corrente rappresenta il principale fattore di freno dell'economia e richiede di riportare a un livello fisiologico il rapporto debito pubblico – prodotto interno lordo. Al di sopra di certi livelli, anche se il disavanzo primario non muta, la spesa pubblica si autoalimenta con gli interessi maturati sul debito pubblico. Inoltre cresce il rischio di crisi finanziarie.

Se si è convinti, scriveva il Governatore della Banca d'Italia, che la spesa pubblica corrente abbia raggiunto valori insostenibili, che essa non risponda in modo appropriato alle esigenze sociali e che per di più abbia in se fattori di ulteriore deterioramento quantitativo e qualitativo, occorre intervenire senza indugi.

Il dilatarsi del disavanzo del settore pubblico è all'origine di un crescente processo di distorsione nell'allocazione delle risorse. Non solo quindi l'espansione del disavanzo prepara le condizioni per una ripresa dell'inflazione, ma spiazzando la spesa privata di investimenti determina il ristagno tecnologico e il progressivo decadimento del sistema.

La riduzione del ritmo di crescita delle economie industrializzate, a causa delle crisi strutturali e congiunturali e dei provvedimenti di politica economica adottati per fronteggiarne le conseguenze, si è tradotta recentemente in un forte aumento della disoccupazione, in crescenti tensioni sociali e in un livello

di investimenti decisamente insufficiente, spiegabile con le deludenti prospettive di sviluppo e col basso grado di utilizzo degli impianti.

Uno sguardo al futuro

Non si può chiudere questa raccolta senza uno sguardo al futuro, ispirato alle considerazioni degli articoli selezionati.

Lo sforzo del superamento del vincolo esterno e la teoria del “convoglio” ci hanno portato nell’arco del ventennio trascorso all’Unione Monetaria Europea. La sua piena realizzazione esige, attraverso il patto di stabilità, il pieno risanamento della finanza pubblica.

Questo obiettivo è stato indicato sin dall’inizio come premessa fondamentale per uno sviluppo elevato e stabile. Il risanamento della finanza pubblica è stato raggiunto, per ora parzialmente e in modo non omogeneo, con non piccolo pregiudizio per la qualità e il ritmo di crescita dell’economia.

A partire dal gennaio 2002 circola una moneta comune in Europa: l’Euro, che ha sostituito le singole monete nazionali, già rese equivalenti dai cambi fissi tra i paesi membri, dall’inizio della terza fase del processo di unificazione monetaria. L’introduzione dell’euro a cui non eravamo adeguatamente preparati, ha determinato in Italia una cospicua perdita di potere d’acquisto. L’accelerazione dei prezzi che ne è derivata, è stata però mitigata dalla forza della moneta europea sui mercati internazionali.

La moneta comune è un simbolo che segnala una unione sempre più stretta tra le economie dei Paesi aderenti e indica un percorso che, dopo una fase di transizione, dovrebbe portare a una crescita economica stabile. È quanto il futuro, attraverso le parole di questo volumetto, facendoci intravedere un grosso e prolungato sforzo, sembra promettere.

Hanno collaborato a questo volume

MARIO ARCELLI. Dal 1992 al 2002 è stato rettore dell'Università LUISS Guido Carli di Roma. Dal 1995 è socio corrispondente dell'Accademia Nazionale dei Lincei. Nel triennio 1996-1998 è stato vice presidente della Società Italiana degli Economisti. È stato Ministro del Bilancio con delega al coordinamento delle politiche per l'Unione Europea nel governo Dini (1996). Tra il 1981 e il 1983, è stato Capo del Dipartimento Affari Economici presso la Presidenza del Consiglio dei Ministri (governi Spadolini I e II e Fanfani V). È stato, inoltre, consigliere economico del Presidente del Consiglio dei Ministri nei governi Fanfani VI (1987) e De Mita (1988-1989). È stato membro della delegazione italiana ai Vertici dei Capi di Stato del G7 di Versailles, Williamsburg, Venezia, Toronto, Parigi. Ha presieduto il vertice Eco-fin di Venezia e vari vertici europei come ministro del Bilancio della Repubblica Italiana durante la Presidenza di Turno dell'Unione Europea (1996). Ha fatto parte di numerose commissioni ministeriali ed è direttore dal 1979 delle riviste "Economia Italiana" e "Review of Economic Conditions". Si è laureato con lode in Economia presso l'Università Commerciale Luigi Bocconi di Milano nel 1957, nel 1963 è divenuto libero docente di Politica Economica, e, poi dal 1967 è titolare di cattedra presso le Università di Trieste (1967), Padova (1969-1974), Roma "La Sapienza" (1974-1989), e LUISS Guido Carli di Roma (dal 1989). Nel 1973-1974 ha trascorso un periodo di ricerca presso il Massachusetts Institute of Technology (MIT) di Boston (USA).

FEDERICO ARCELLI. Funzionario Internazionale presso la BEI, Banca Europea per gli Investimenti, Lussemburgo. Docente a contratto di Storia Economica dell'Europa presso la facoltà di Scienze politiche dell'Università di Napoli "Federico II" (1999-2002) e attualmente do-

cente di Storia della Moneta e della Banca presso l'università LUISS Guido Carli di Roma. Ha svolto varie funzioni presso numerose società, quali la *Accenture* (Italia), *McKinsey & Company, Inc, Italy* e *IMI Bank (Lux) SA*. È membro dell'Osservatorio sulla Convenzione europea presso il Ministero per le Politiche Comunitarie nel governo Berlusconi II. Ha pubblicato volumi e articoli in diverse lingue, in particolare su temi storico economici. È tra i promotori del Centro Studi Thesmos, di cui è attualmente presidente, e ha curato o co-curato i primi tre volumi pubblicati in questa collana. Laureato con lode in Economia politica (Università "L. Bocconi", Milano), è Dottore di Ricerca in Storia economica e sociale (1998) presso la stessa università.

Rubbettino

Rubbettino

Finito di stampare nel mese di novembre 2003
dalla Rubbettino Industrie Grafiche ed Editoriali
per conto di Rubbettino Editore Srl
88049 Soveria Mannelli (Catanzaro)

Rubbettino