

BUSINESS INTERNATIONAL
Roundtable with the Italian Government

L'ECONOMIA ITALIANA NEL CONTESTO INTERNAZIONALE.
L'IMPATTO DELLA LIBERALIZZAZIONE VALUTARIA

Roma, 3 aprile 1990

1. All'inizio dell'anno l'Italia ha rinunciato al regime speciale di cui la lira godeva all'interno del Sistema monetario europeo: la lira è stata iscritta nella banda ristretta dell'accordo di cambio. E' imminente la decisione di rimuovere le residue restrizioni sui movimenti monetari. Questi avvenimenti concludono idealmente una "lunga marcia" che negli anni ottanta ha visto la nostra economia conseguire gradualmente l'obiettivo della piena libertà valutaria senza sacrificare la stabilità del cambio, anzi rafforzandola.

La legge entrata in vigore il 1° ottobre 1988 aveva già sancito il principio della libertà valutaria per i residenti; contiene norme che consentono ora la rimozione in via amministrativa dei vincoli residui, nel quadro dell'integrazione finanziaria nella Comunità. Ai residenti verrà riconosciuta la libertà di detenere conti bancari all'estero; per le banche verranno meno i vincoli sulla posizione in cambi, sulla posizione netta sull'estero e sulla operatività a termine. Con queste misure i residenti potranno scegliere se svolgere le operazioni con l'estero attraverso le banche italiane o con quelle estere; il nostro sistema bancario potrà affrontare la concorrenza internazionale senza impedimenti di natura valutaria.

Nel tracciare un bilancio del cammino percorso negli anni ottanta, ci si può domandare se il passo avrebbe potuto essere più spedito o addirittura se l'intero tragitto, dalle restrizioni alla libertà valutaria, avrebbe potuto compiersi in un sol balzo, come avvenne ad esempio in Gran Bretagna nel 1979.

La risposta non può che venire dalla considerazione dello stato dell'economia, qual era all'inizio del decennio, e degli sviluppi successivi.

L'entità degli squilibri che gravavano sull'economia italiana, quasi totalmente sprovvista di fonti energetiche, consigliava una terapia che fosse coraggiosa e ambiziosa, ma non fino al punto di rischiare di apparire non credibile al mercato. Si aderì dunque allo SME, ma con una banda di oscillazione più ampia. Un vincolo più stretto avrebbe trasformato l'elevato differenziale d'inflazione che divideva la lira dal marco in un fattore d'instabilità per noi e per l'intero Sistema. Il governo del cambio e quello della moneta furono volti, insieme, ad abbattere l'inflazione. Questo impiego congiunto, per certi versi nuovo, della politica del cambio e della politica monetaria consentì di utilizzare la disciplina dello SME in una strategia di disinflazione e di convergenza, nel convincimento che solo in tal modo si sarebbe riusciti a realizzare un durevole recupero nella competitività del nostro sistema economico.

Alla politica valutaria venne chiesto di favorire l'operatività con l'estero delle imprese e delle banche, di

permettere l'investimento estero dei risparmiatori, di contenere la "volatilità" dei flussi di breve periodo per limitarne la componente speculativa, pur nella consapevolezza che questa è intrinseca a mercati efficienti.

La reazione dell'economia alla stringenza del cambio e all'orientamento della politica monetaria consentì di raggiungere l'obiettivo con costi modesti in termini di occupazione e di crescita reale; quest'ultima, nel decennio trascorso, è stata del 2,5 per cento all'anno, superiore di mezzo punto a quella media degli altri paesi della Comunità.

Una volta intaccato lo "zoccolo duro" dell'inflazione alla metà degli anni ottanta, quando ancora pesava fortemente sui nostri costi l'alto livello delle quotazioni del petrolio e del dollaro, si è proceduto con maggiore speditezza allo smantellamento dei vincoli valutari.

Fu possibile così partecipare nelle sedi comunitarie al programma di graduale rimozione delle restrizioni. L'adesione a quel programma ha rafforzato la credibilità della politica di liberalizzazione: le varie fasi sono state realizzate senza battute d'arresto o arretramenti, neanche nei momenti più delicati dell'apertura del sistema.

La liberalizzazione non ha dato luogo né alle emorragie da non pochi paventate, né all'instabilità permanente che i manuali imputano alle politiche gradualiste.

Nel biennio 1988-89, in cui è stata operante la libertà dei movimenti di capitale, con l'eccezione di quelli a breve termine, vi sono stati deflussi netti di capitali

italiani a medio e lungo termine per oltre 33.000 miliardi di lire (\$ 25 miliardi), dovuti per metà a investimenti di portafoglio dei residenti. Nello stesso periodo, gli afflussi netti di capitali esteri, includendo l'indebitamento del sistema bancario, sono stati di quasi 93.000 miliardi di lire (\$ 70 miliardi). L'apporto netto complessivo è stato superiore ai disavanzi delle partite correnti registrati nel biennio, dando luogo a un consistente aumento delle riserve valutarie.

Al di là del rilevante introito di fondi, la liberalizzazione ha rappresentato per il nostro sistema finanziario un fattore di crescita del volume dei flussi lordi intermediati. Nel 1988, ultimo anno per cui sono disponibili dati disaggregati, nel comparto dei capitali non bancari si sono registrati accreditamenti per 163.000 e addebitamenti per 154.000 miliardi. Nel 1984 gli accreditamenti e gli addebitamenti erano entrambi risultati di 80.000 miliardi.

Gradualmente gli operatori internazionali hanno scoperto un mercato che per lungo tempo era stato visto attraverso il "velo grigio" delle restrizioni valutarie, nonostante che mai negli ultimi 45 anni queste siano state applicate ai non residenti. Venuto meno l'effetto negativo d'immagine, si è percepito che il mercato italiano aveva acquistato spessore e presentava interessanti opportunità. La forte crescita delle attività di investimento e di acquisizione internazionale di cui le imprese italiane sono state soggetto e oggetto negli ultimi anni, come pure l'avvio del

mercato delle euroobbligazioni in lire, denotano che l'Italia e la sua moneta sono nuovamente inserite nel quadro delle scelte degli operatori internazionali.

Il fattore determinante dell'afflusso di fondi dall'estero è stato il differenziale tra i tassi d'interesse prevalenti nel nostro paese e quelli delle principali piazze estere. Quel differenziale riflette in primo luogo il persistere del divario dell'inflazione a sfavore dell'Italia, pur nella tendenza di fondo alla sua riduzione. Ma attraverso l'afflusso di capitali che la politica monetaria ha richiamato, la ripristinata fiducia nella lira sta favorendo la convergenza dei nostri tassi d'interesse verso i livelli internazionali. Viene quindi a realizzarsi un grado di restrizione monetaria inferiore a quello che l'andamento dell'inflazione interna e lo squilibrio della finanza pubblica altrimenti imporrebbero.

La tendenza al livellamento dei tassi di interesse è in atto. Per dati livelli e movimenti dei tassi internazionali, essa riduce l'onere del servizio del debito pubblico rispetto a quello che sarebbe gravato in mancanza di piena mobilità dei capitali. Quella tendenza si affermerà, e sarà tanto più forte, alla condizione che gli altri strumenti della politica macroeconomica svolgano un ruolo più incisivo nel controllo della domanda e nella regolazione della dinamica dei redditi.

2. La positiva esperienza della liberalizzazione valutaria finora realizzata ci induce a guardare con fiducia alla imminente rimozione degli ultimi vincoli. Il passo che ci accingiamo a compiere, benché in sé breve, è quello che fa attraversare il confine tra un regime ancora vincolato e una libertà piena; implica un cambiamento che sarebbe erroneo sottovalutare.

L'ampliamento delle facoltà operative di famiglie, imprese, banche diverrebbe destabilizzante qualora dovessero ingenerarsi incertezze sulla direzione della politica del cambio.

Al fine di prevenire ogni possibile dubbio sui propri intendimenti, le autorità monetarie hanno dato un chiaro segnale con l'ingresso della lira nella banda ristretta dello SME. Nello stabilire le condizioni dell'adesione si è fissato per la lira un nuovo tasso centrale che ha lasciato invariati i limiti inferiori di oscillazione nei confronti delle altre monete; si è in tal modo sottolineato il significato antinflazionistico di una decisione che chiude una fase importante del risanamento dell'economia.

La completa liberalizzazione valutaria anticipa una situazione di competizione più serrata non solo per il sistema produttivo, ma anche per quello bancario e finanziario. La concorrenza degli intermediari esteri si manifesterà appieno nel 1993, attraverso la libertà di stabilimento e il mutuo riconoscimento degli ordinamenti dei paesi d'origine

degli intermediari; ma con la completa libertà valutaria la concorrenza si manifesterà fin d'ora attraverso la facoltà dei residenti di scegliere prodotti e servizi finanziari offerti dagli intermediari stranieri.

Per evitare insostenibili svantaggi competitivi di natura fiscale, si impone un riesame del regime di tassazione delle attività finanziarie nel nuovo contesto di liberalizzazione valutaria. E' grave che non sia stato raggiunto nell'ambito comunitario, come pure i paesi membri si erano impegnati a fare, l'accordo che armonizzasse il trattamento fiscale ed evitasse distorsioni nei flussi internazionali di capitale; si mira ora a intese in base alle quali i singoli paesi prendano misure che, nel rispetto formale e sostanziale degli obblighi non derogabili di liberalizzazione, contrastino l'evasione fiscale e altre violazioni della legge. La pur necessaria applicazione di siffatti sistemi di monitoraggio degli investimenti all'estero attenua, ma lascia irrisolto, a livello della Comunità, il problema di fondo: quello della erroneità economica e della iniquità distributiva di un regime fiscale comunitario che, attraverso una inevitabile corsa al ribasso delle aliquote, tende verso la detassazione dei redditi da attività finanziarie.

Nel decennio trascorso importanti progressi sono stati compiuti per realizzare nel nostro paese un efficiente mercato monetario e finanziario. Il rafforzamento strutturale si è consolidato con la creazione dei mercati secondari al-

l'ingrosso dei titoli di Stato e del mercato telematico dei fondi interbancari; un fondamentale apporto proviene dalla radicale riforma, che è in atto, del sistema dei pagamenti.

Ulteriori progressi deriveranno dall'approvazione di importanti provvedimenti legislativi in discussione al Parlamento. Mi riferisco principalmente alla legge che consentirà di trasformare le banche pubbliche in società per azioni, favorendo la creazione di gruppi bancari polifunzionali, e all'ordinamento che deve presiedere alla costituzione e all'operare delle società di investimento nei mercati mobiliari.

La liberalizzazione valutaria impone anche alla Banca centrale di riesaminare l'adeguatezza e l'efficacia delle procedure e degli strumenti della politica monetaria e di vigilanza. I vincoli che verranno meno sull'operatività in valuta a pronti e a termine delle banche hanno infatti svolto anche funzioni di controllo della liquidità bancaria e di limite all'assunzione dei rischi di cambio.

Dovrà essere recuperata a livello comunitario l'efficacia che le politiche monetarie e di vigilanza nazionali sono destinate a perdere. E' in tale convinzione che la Banca d'Italia si è da tempo adoperata perché si rafforzi il coordinamento delle politiche fra i paesi della Comunità. Progressi importanti sono stati realizzati già con gli Accordi di Basilea-Nyborg; altri sono in corso.

L'obiettivo finale è il passaggio dal coordinamento delle politiche a una politica comune, con la costituzione

della banca centrale europea.

Il negoziato sui tempi e i modi di questo cruciale processo è destinato a intensificarsi. Il nostro paese, che assumerà a luglio la Presidenza del Consiglio europeo, arriva a questo importante appuntamento con l'accresciuta autorevolezza che gli deriva dall'aver rinunciato ai "regimi speciali" di cui si era avvalso in passato.

3. L'Italia tuttavia affronta la sfida del libero mercato europeo con uno squilibrio, elevato e persistente, della finanza pubblica e con un tasso di inflazione tuttora più alto di quello registrato dalla Germania federale e dalla Francia. La liberalizzazione dei movimenti di capitale può rendere più facili e meno costose la copertura del disavanzo dello Stato e la gestione del debito pubblico, per effetto della diversificazione degli investimenti in favore di quello in lire, sottorappresentato nei portafogli degli operatori internazionali. Ne è condizione che si consolidi la fiducia in una politica antinflazionistica globale: di bilancio, dei redditi, monetaria.

L'inflazione in Italia sta flettendo. Dopo aver toccato il 7 per cento nell'estate scorsa, la variazione tendenziale del costo della vita è attualmente di un punto inferiore. E' fondato prevedere che la discesa continui nel corso dell'anno. Andamento delle quotazioni delle materie prime e del petrolio, fermezza del cambio della lira proteg-

gono da spinte di inflazione importata. Un policy mix che veda un ruolo più attivo delle politiche di bilancio e dei redditi nel controllo della domanda e dei costi interni rafforzerebbe la tendenza alla decelerazione dei prezzi e allevierebbe l'onere che grava sulla politica monetaria.

Due anni fa, in questa stessa sede, feci riferimento a quello che ho l'abitudine di chiamare il "primato dell'economia reale". Allora il riferimento era volto a fugare i timori suscitati dall'ancora recente crollo dei mercati borsistici. Oggi, quel richiamo vuole sottolineare che la forza dell'Italia poggia sulla solidità del suo apparato produttivo e sulla credibilità dell'impegno a completare il risanamento nei settori, quali i servizi e le pubbliche finanze, dove si annidano ancora squilibri e inefficienze che insidiano la competitività del sistema produttivo.

D'altra parte, è la robustezza stessa dell'economia reale che consente di guardare al riequilibrio della finanza pubblica come a un obiettivo realistico e conseguibile senza traumi per il Paese.

Nello scorso decennio, la razionalizzazione e il rinnovo dell'apparato produttivo hanno richiesto un tasso di accumulazione elevato: gli investimenti in macchine e attrezzature sono cresciuti a un tasso medio annuo superiore al 4 per cento in termini reali, accelerando nello scorcio del decennio. Sempre a prezzi costanti, la quota del prodotto interno lordo assorbita da quegli investimenti è passata

dall'8,5 al 10,5 per cento. L'innovazione tecnologica incorporata nei nuovi impianti ha impresso alla produttività del lavoro stimoli intensi, facendola crescere nel decennio di quasi il 50 per cento.

Il rafforzamento patrimoniale delle imprese, con la formazione di cospicui volumi di autofinanziamento, è stato il segno di una ristrutturazione finanziaria che è proceduta di pari passo con quella produttiva, dandole e ricevendone alimento. Dal 1983 al 1988, i debiti finanziari delle grandi imprese di trasformazione industriale, in rapporto al valore aggiunto, sono diminuiti di quasi il 40 per cento; gli oneri finanziari, in rapporto al margine operativo lordo, si sono ridotti a meno di un terzo.

Nelle stesse imprese il costo del lavoro per unità di prodotto cresceva, nei primi anni ottanta, a tassi annui intorno al 15 per cento. La dinamica del costo unitario del lavoro si è poi attenuata, fino a segnare nel 1987 un incremento di poco superiore al 3 per cento. I margini di profitto si sono considerevolmente ampliati dal 1984 al 1986. Successivamente la tendenza al recupero della redditività si è esaurita: se il monte-profitti ha continuato a crescere, i margini sono stati erosi, il costo del lavoro per unità di prodotto è tornato a salire fino a un tasso del 7 per cento nel 1989, valore ben più alto di quelli della Germania federale e della Francia.

Lo sviluppo stabile dell'economia, la capacità del sistema produttivo di mantenere le proprie quote in mercati

caratterizzati da forte dinamismo, dell'offerta non meno che della domanda, richiedono che il confronto negoziale per i nuovi contratti di lavoro si svolga nello spirito dell'accordo di massima che le parti sociali hanno raggiunto nel gennaio scorso: quell'accordo è incentrato sulla coerenza dei comportamenti con gli obiettivi della politica economica e della competitività internazionale, sull'impegno di favorire la riduzione dell'inflazione.

Nel contesto internazionale, l'esigenza di riguardare alla situazione dell'economia reale emerge dal confronto con le condizioni d'incertezza che ancora una volta sono scaturite dai principali mercati finanziari, e che da questi si propagano ai mercati dei cambi. La preferenza per la liquidità, materia potenziale di nuove fiammate inflazionistiche, è salita quasi ovunque; i tassi di interesse a breve e a lungo termine, già elevati, si sono innalzati ulteriormente. L'incertezza ha indebolito le monete e reso instabili i mercati anche in paesi dove l'economia reale è strutturalmente forte e competitiva. E ciò mentre si fa più pressante la domanda di beni capitali, di tecnologie, di infrastrutture, che promana sia dalle aree sottosviluppate sia dall'Est europeo.

Dietro questa domanda vi è la prospettiva di creazione di nuovi mercati, di nuovi posti di lavoro, di nuova ricchezza. E' compito urgente del coordinamento internazionale spostare l'accento su politiche di bilancio rigorose, che frenino i consumi e accrescano l'offerta di

risparmio; alleviare il sovraccarico di compiti gravante sulle politiche monetarie; far sì che la discesa dei tassi d'interesse, di cui si avvertono primi segni, si affermi senza ripercussioni inflattive; colmare lo iato tra le incertezze attuali e le favorevoli prospettive di lungo periodo. E' compito degli operatori dei principali paesi a economia di mercato raccogliere la sfida che oggi l'economia reale propone loro, anziché cercar rifugio in "liquidi e sicuri" impieghi finanziari.

I profondi rivolgimenti politici ed economici che l'Europa ha vissuto in questi ultimi mesi rappresentano la grande occasione per questo continente. Il progetto comunitario per il 1992 prima e ora le trasformazioni economiche in atto nell'Est europeo hanno fatto giustizia dell'euroessimismo e dei timori di sclerosi dell'Europa.

Di questa nuova prospettiva, la CEE costituisce il naturale nucleo centrale: una Comunità che acceleri la propria integrazione non per erigersi a chiusa fortezza, ma per divenire centro propulsivo e punto di riferimento dell'ampia area che la circonda, dai paesi del bacino mediterraneo a quelli dell'Est europeo.

Completamento del mercato interno comunitario, coordinamento e unificazione delle politiche, creazione di un assetto istituzionale di tipo federale sono i passi da muovere verso un obiettivo finale ormai chiaramente tracciato, e di cui gli eventi recenti confermano la validità e la necessità nel più ampio contesto mondiale. Al compimento

di questo disegno, nei suoi aspetti istituzionali e in quelli operativi, ogni paese comunitario darà il proprio contributo nella misura in cui saprà esprimere iniziative, e capacità di attuarle in mercati competitivi.