

SENATO DELLA REPUBBLICA
V Commissione permanente
(Programmazione economica, Bilancio)

**AUDIZIONE PER L'ESAME DELLE CONSEGUENZE DEI RECENTI
AVVENIMENTI SUI MERCATI MONETARI E FINANZIARI**

Roma, 24 settembre 1992

Sono grato a questa onorevole Commissione per aver rinviato di un giorno l'audizione, consentendomi di esser qui oggi, di ritorno dalle riunioni di Washington.

Sento vivo il dovere di render conto dell'operato della Banca d'Italia di fronte alle difficoltà che la lira e la nostra economia stanno attraversando.

Lo farò con un intervento iniziale articolato in tre punti, a cui corrisponde una scansione in tre fasi:

- a) quella che ha preceduto l'emergere delle difficoltà;
- b) quella, apertasi in giugno, nella quale esse si sono manifestate, sino alla decisione di lasciar fluttuare il cambio della lira;
- c) quella del "quid agendum", che abbiamo di fronte a noi.

Sarò lieto di rispondere a ogni quesito, a ogni commento, che vorrete rivolgermi.

1. Insieme con la politica estera, la politica economica italiana, dall'adesione allo SME nel marzo 1979, è stata decisamente orientata al rafforzamento dei vincoli comunitari nell'intento di dar luogo alla creazione di un'Europa unita.

In questo progetto di grande lena, proprio per il buon esito del funzionamento dello SME, la formazione dell'Unione economica e monetaria è divenuta momento di primaria importanza.

Ne è conseguito che il tasso di cambio, già elemento di disciplina e punto di riferimento nella prima

fase dello SME, anche se non ancora irrevocabilmente fisso, ha assunto con l'avanzare del progetto unitario una significatività crescente: ha aggiunto alla funzione propria quella di sestante, di strumento di orientamento, e quindi anche di fattore di credibilità, per gli operatori, per tutte le componenti dell'economia.

Questa impostazione implicava, a tutti è noto, oltre a una politica monetaria coerente, una politica di bilancio volta a ridurre il disavanzo pubblico e una politica dei redditi antinflazionistica che dal settore pubblico si riverberasse sul settore privato.

Il tasso di cambio non è un obiettivo in sé; è uno degli strumenti del governo dell'economia. Nell'impostazione prescelta, ripeto globalmente inscritta nella partecipazione piena dell'Italia all'Unione economica e monetaria d'Europa, esso ha rappresentato un riferimento che la Banca d'Italia ha considerato doveroso, prezioso. Doveroso sotto il profilo istituzionale, perché affidato alla Banca centrale dal Governo e dal Parlamento; prezioso, perché ispirato a un indirizzo di rigore che la Banca centrale è tenuta a condividere, in quanto custode della stabilità monetaria.

La Banca d'Italia ha perseguito questa linea con determinazione, movendo da una duplice consapevolezza. In primo luogo, la credibilità sui mercati della complessiva azione di politica economica era condizione essenziale di successo; ciò anche alla luce di elementi quali il disavanzo della bilancia dei pagamenti di parte corrente, il cumularsi

del debito del Paese verso l'estero, l'alto livello raggiunto da un debito pubblico ampiamente rappresentato da titoli a tasso variabile e con vita media residua inferiore ai tre anni. In secondo luogo, lo sfavorevole differenziale di inflazione implicava, quanto meno prontamente fosse stato annullato, una perdita di competitività di prezzo delle merci e dei servizi; conduceva quindi al formarsi di un handicap concorrenziale, da riassorbire attraverso recuperi di produttività, di necessità distribuiti nel tempo, ovvero, da ultimo, attraverso un riallineamento nello SME da effettuare scegliendo il momento più opportuno, prima che l'unificazione economica d'Europa pervenisse alla irrevocabile fissazione dei cambi e alla moneta comune e unica.

La difficoltà e insieme il valore dell'impegno erano di piena evidenza. La Banca d'Italia li ha più volte segnalati chiaramente, in modo anche pubblico. Nella Relazione del maggio 1991 l'analisi si concludeva con queste parole: "L'orizzonte dell'integrazione europea ci pone scadenze precise, ormai imminenti ... Il tempo si è fatto breve". Lo stesso documento, nel maggio del 1992, univa al senso dell'urgenza ormai estrema, "prossime settimane", una precisa quantificazione degli atti di politica economica, segnatamente di bilancio e dei redditi, da compiere nel quadro delle tendenze in atto nell'economia interna e internazionale. Il 24 giugno scorso, l'intervento pronunciato all'Assemblea dell'Associazione Bancaria Italiana terminava con un appello: "Va spezzata la morsa che sta soffocando

un'economia vitale; la situazione non ammette ulteriori rinvii".

2. La storia, la cronaca, di quanto è avvenuto da giugno a oggi muovono dai due fattori che hanno segnato la scena economica internazionale: le tendenze divergenti dei tassi d'interesse, al ribasso negli Stati Uniti per rilanciare l'economia, al rialzo in Germania per gli effetti dell'unificazione tedesca, con conseguenti indebolimento del dollaro, rafforzamento del marco, tensioni nello SME; le incertezze circa il completamento della unificazione monetaria in Europa, quale è stata sancita nel trattato di Maastricht. Questi sviluppi esterni coglievano l'economia italiana in una fase di attività produttiva debole, inflazione in discesa lenta, squilibri irrisolti nella finanza pubblica.

Tra gli accadimenti che si sono susseguiti, sono da richiamare i seguenti:

- esito negativo del referendum danese sul Trattato di Maastricht (2 giugno);
- mancata riduzione dei tassi di interesse in Germania;
- voci di svalutazione della lira alimentate anche da analisi diffuse da operatori finanziari internazionali;
- rialzo dei tassi ufficiali in Germania (16 luglio).

Nella lunga traversata, rappresentata da una stagione elettorale durata poco meno di un anno, la Banca d'Italia ha cercato con i propri comportamenti di limitare i

danni sulla situazione economica, di evitare che avvenimenti economici gravi potessero accadere durante un passaggio politico estremamente delicato.

Alle pressioni sui cambi nello SME, particolarmente forti per la lira, la Banca d'Italia rispondeva, oltre che accettando movimenti del cambio nella banda con interventi opportunamente graduati, con un primo rialzo, il 4 giugno, dallo 0,5 all'1 per cento della maggiorazione del tasso sulle anticipazioni a scadenza fissa, con un controllo stringente della liquidità.

La centralità del cambio stabile nel quadro della politica economica veniva riaffermata dal nuovo Governo nel discorso programmatico alla Camera a fine giugno. La situazione dava chiari segni di aggravamento. Nell'attesa che intervenissero atti economici di governo, il 6 luglio, il tasso di sconto veniva aumentato di 1 punto, al 13 per cento, e la maggiorazione sulle anticipazioni da 1 a 1,5 punti; il 16 luglio la decisione della Bundesbank di rialzare i propri tassi ufficiali dello 0,75 per cento rendeva necessario, quale immediata risposta, un ulteriore aumento, di eguale importo.

L'indebolimento del dollaro nei confronti del marco, con conseguenti riflessi negativi nello SME e per la lira, nei primi venti giorni di luglio era del 4,2 per cento. La lira scendeva a 761 rispetto al marco il 20 luglio.

Seguiva una pausa nelle pressioni valutarie. La favorivano, oltre alla nostra azione, interventi concertati

delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Sette a sostegno del dollaro, attuati nella giornata del 20 luglio. La favoriva, altresì e soprattutto, l'impatto positivo dell'accordo sul costo del lavoro, raggiunto il 31 luglio, a cui facevano seguito, ai primi di agosto, l'assunzione di provvedimenti miranti a contenere il disavanzo di bilancio nel 1992 e l'avvio di un vasto programma di privatizzazione delle imprese e dei cespiti pubblici.

Viste le favorevoli reazioni dei mercati dei titoli e delle valute all'accordo fra le parti sociali e per dare conferma della validità della strada intrapresa, il 4 agosto la Banca d'Italia limava di mezzo punto, dal 13,75 al 13,25 per cento, il tasso ufficiale di sconto. Fino al 21 agosto la lira rimaneva relativamente stabile intorno a 756 rispetto al marco, con modesti interventi di sostegno. Ciò avveniva nonostante il ribasso del rating della Repubblica italiana nel mercato finanziario internazionale da parte dell'Agenzia Moody's; le reazioni negative dei creditori esteri alla liquidazione dell'EFIM; eventi metaeconomici, alcuni dei quali particolarmente gravi, che minavano la credibilità del Paese.

Le tensioni si riaccendevano il 24 agosto, innescate dal rinnovato, forte calo del dollaro. Le accentuava l'apparente insuccesso del nuovo intervento effettuato dalle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Sette a sostegno della valuta americana. Il susseguirsi dei sondaggi di opinione in Francia, che denotavano una

opposizione al Trattato di Maastricht superiore all'atteso, sollecitava la speculazione internazionale. I ritardi accumulati dall'economia italiana nel processo di convergenza, e in particolare gli squilibri persistenti nei conti pubblici, esponevano la lira più di altre valute ad aspettative di deprezzamento imperniate sulla data certa (20 settembre) del referendum in Francia, decisivo per la costruzione europea.

In un quadro in cui i fattori di turbolenza prevalenti venivano configurandosi sempre più di natura internazionale, si intensificava l'azione a livello comunitario.

Nei contatti con le autorità monetarie degli altri paesi dello SME, l'Italia - Governo e Banca centrale - sostenevano che sotto attacco non era una valuta, ma l'intero Sistema; veniva rappresentato lo scenario che sarebbe seguito alla richiesta di riallineamento avanzata dal solo paese la cui valuta versasse, come la lira, in condizione di stringente difficoltà. Se il conseguente esame a livello comunitario si fosse concluso con il solo accoglimento dell'istanza di svalutazione del paese richiedente e con tutte le altre valute sulla posizione di immutata parità con il marco, era facile prevedere il verificarsi, di settimana in settimana, di una serie di ulteriori richieste di riallineamento delle valute di altri paesi, travolte dal mercato a una a una, come i Curiazi.

La speculazione era rivolta contro il Sistema. Due

aspetti erano interrelati: incoerenza dei tassi relativi di interesse, incoerenza dei tassi di cambio. La risposta, per essere valida e credibile, doveva essere dell'intero Sistema, congiunta: se poi la correzione dovesse appuntarsi più sulla prima o sulla seconda incoerenza, questo doveva essere l'oggetto delle decisioni da prendere.

Purtroppo, l'azione a livello comunitario non conduceva a mutamenti nelle politiche dei principali paesi; si esauriva nella dichiarazione di invarianza delle parità dei cambi, fatta dai governi degli Stati membri della Comunità il 28 agosto. Essa era evidentemente suggerita dal convincimento che qualsivoglia ritocco delle parità avrebbe potuto pregiudicare l'esito del referendum francese.

Dallo stesso venerdì 28 agosto l'inasprirsi, con violenza inusitata, delle pressioni del mercato spingeva la lira fino al margine obbligatorio di intervento nello SME. Il 4 di settembre, la Banca d'Italia segnalava l'estrema gravità della situazione con un rialzo dei tassi ufficiali di 1,75 punti, al 15 per cento.

La riunione informale dell'Ecofin tenuta a Bath sabato 5 settembre si svolgeva in un clima difficile. In gioco non era solo il superamento di una crisi valutaria internazionale fra le più acute dal 1971, ma la costruzione disegnata nel Trattato di Maastricht al termine di un lavoro durato anni. Tuttavia non veniva raggiunto un vero accordo e la riunione si concludeva con la riaffermazione dell'impegno del 28 agosto di non modificare le parità. Nessuna delle due

incoerenze sopra menzionate veniva risolta. Il 9 settembre la Bundesbank effettuava operazioni di mercato aperto a un tasso di interesse invariato sul livello del 9,7 per cento.

Sul finire della settimana gli acquisti di lire nel mercato effettuati dalla Bundesbank unitamente alla Banca d'Italia assumevano rilevanza anche per gli equilibri monetari dell'economia tedesca.

Si giungeva così da parte dei due paesi, sabato 13 settembre, alla conclusione di proporre insieme: il riallineamento generale delle parità nello SME; una riduzione dei tassi d'interesse tedeschi. Per favorire questo risultato, Germania e Italia proponevano un apprezzamento del marco del 3,50 per cento e un deprezzamento della lira di pari entità; lo spazio per la riduzione dei tassi di interesse tedeschi, alla quale per la prima volta la Bundesbank si dichiarava apertamente disponibile, sarebbe stato tanto maggiore quanto più diffuso il riallineamento, quanto più ampio l'apprezzamento medio del marco nello SME. L'esito è noto: tutte le altre valute europee, forti e deboli, hanno mantenuto la parità con il marco; la riduzione dei tassi tedeschi è stata di modesta entità.

Questi accadimenti avvenivano mentre il Governo italiano predisponava ulteriori misure di restrizione del disavanzo pubblico: esse venivano annunciate il 17 settembre. Le spinte speculative si diffondevano all'intero SME, con una intensità che la imminenza del referendum francese rendeva senza precedenti. Il 16 settembre l'Inghilterra decideva di

sospendere la partecipazione della sterlina nell'Accordo di cambio. In seguito a questa decisione, l'Italia sospendeva temporaneamente, fino a martedì 22 settembre, gli interventi obbligatori nello SME; la peseta veniva svalutata del 5 per cento.

Le tensioni valutarie nello SME non si sono attenuate dopo l'esito, favorevole di stretta misura, del referendum francese. Forti spinte al ribasso si sono appuntate già da lunedì 21 settembre sulla peseta, la sterlina inglese e quella irlandese, la corona danese, l'escudo portoghese. Le spinte ribassiste si sono fatte ben più intense sullo stesso franco, nonostante la buona condizione complessiva della economia francese e l'impegno congiunto della Banca di Francia e della Bundesbank nel sostenere il franco con interventi, anche massicci in prossimità del limite di oscillazione.

In questo contesto, le autorità monetarie italiane hanno ritenuto opportuno di prolungare la sospensione degli interventi obbligatori nello SME e della procedura di fixing. La lira sul mercato si è situata a 840 nei confronti del marco, con un deprezzamento, rispetto a fine maggio, dell'ordine dell'11 per cento. I tassi d'interesse a brevissimo termine, che avevano toccato punte del 36 per cento il 16 settembre, sono oggi del 17 per cento.

Restano aperti i due problemi di fondo: quello del riequilibrio dell'economia italiana, quello del ristabilimento dell'Europa come area di stabilità monetaria, capace di

favorire la ripresa economica e di prevenire il riaccendersi dell'inflazione nell'intera economia mondiale.

3. La svalutazione della lira di per sé non contribuisce alla soluzione del problema economico italiano. Per più d'un verso rischia d'aggravarlo: produce perdita di ragioni di scambio e di reddito nazionale; peggiora nell'immediato il disavanzo commerciale a prezzi correnti; può innescare spinte e aspettative inflazionistiche; nel clima internazionale che si è creato può implicare perdita di credibilità per il Paese.

Quando cresce il numero di lire necessario ad acquistare valuta estera, si produce in modo pressoché istantaneo e integrale, limitato solo da eventuali politiche commerciali dei produttori esteri, un innalzamento del livello dei prezzi di tutti i prodotti importati. La traslazione sul livello generale dei prezzi al consumo si attua direttamente, per i beni finali importati, o indirettamente, attraverso le materie prime e i prodotti intermedi impiegati nella produzione nazionale di beni finali. In entrambi i casi si tratta di un rialzo una tantum, in sé privo di ripercussioni sul tasso di inflazione, se non per un brevissimo periodo; tale, tuttavia, da comprimere nell'immediato il reddito reale disponibile di ogni cittadino, la sua capacità effettiva di spesa. Oltre a questo primo effetto di impatto, si produce inflazione durevolmente

solo se le imprese o i percettori di reddito tentano di sottrarsi a tale perdita di potere di acquisto traslandola su altri e se il processo viene alimentato con un intensificato ritmo di creazione della moneta e del credito.

Al deprezzarsi del cambio, le imprese nazionali esposte alla concorrenza estera sono tentate di adeguare, almeno in parte, i propri listini in lire a quelli delle imprese estere concorrenti; la necessità di ricostituire i margini di profitto può spingerle a rinunciare a una parte dell'incremento di competitività e di quote di mercato che la svalutazione consente. Le imprese che operano in mercati protetti possono cogliere l'occasione del rialzo generale dei prezzi per adeguare i propri, pur quando è minima o nulla la componente dei costi di produzione interessata dallo shock. Quanto ai lavoratori dipendenti, essi ricercano in un aumento delle retribuzioni nominali recuperi delle perdite subite e temute nel proprio potere di acquisto.

Nel passato, la rincorsa di queste grandezze nominali originata da uno shock subito dal sistema è stata di intensità anche notevole; ha leso gli interessi delle parti più deboli; ha nociuto alla crescita. In media, ogni punto di maggiore inflazione indotta nel medio periodo dalla svalutazione del cambio è stata prodotta per meno di un quarto dall'impatto diretto della maggiore spesa per importazioni, interamente concentrato nel periodo immediatamente successivo allo shock; per un quarto dall'incremento dei margini di profitto; per oltre la metà dalla spirale prezzi-salari-

prezzi, con effetti modesti sui redditi reali e perversi sull'occupazione.

L'alternativa non è, non è mai stata, fra svalutazione e politiche di risanamento. Le politiche di rigore, della moneta, di bilancio, dei redditi, i comportamenti volti a ridurre i costi e a innalzare la produttività sono, oggi, ancor più necessari, urgenti, da rafforzare. Altrimenti, la svalutazione mancherà di apportare anche i possibili benefici di contribuire al miglioramento del rapporto fra esportazioni e importazioni e di sostenere l'occupazione, segnatamente nei settori esportatori.

Massimo, immediato, dev'essere lo sforzo aggiuntivo per contenere l'inflazione.

E' dunque indispensabile che imprese e lavoro dipendente sappiano preservare la capacità di coordinamento che lo scorso 31 luglio li ha portati a sottoscrivere il "protocollo di intesa sulla politica dei redditi, la lotta all'inflazione e il costo del lavoro". La rinuncia al vecchio sistema di indicizzazione delle retribuzioni alla dinamica passata dei prezzi e l'impegno a non ricercare nel biennio 1992-93 nuovi incrementi retributivi hanno posto le condizioni per un rientro dell'inflazione.

L'instabilità diffusa a numerose valute costituisce ora una ragione in più perché le parti tornino sin dalle prossime ore al tavolo delle trattative: per aggiornare, se necessario, i termini e gli impegni dell'accordo già siglato; soprattutto per procedere alla definizione di regole di fis-

szazione delle retribuzioni capaci di dare un quadro di certezze a tutti i soggetti per i mesi e gli anni a venire.

Per prevenire le ripercussioni negative della svalutazione, per coglierne i vantaggi possibili, per tornare ad assumere al più presto, come è nelle intenzioni del Governo, gli obblighi di intervento nell'Accordo europeo di cambio è inoltre indispensabile che la politica di bilancio concorra con la politica monetaria a contenere la domanda interna e le spinte di origine interna sui costi e sui prezzi.

La settimana scorsa il Governo ha annunciato misure restrittive di bilancio per 93.000 miliardi nel 1993, pari a poco meno del 6 per cento del Pil. Esse mirano, nel primo anno, a realizzare un significativo avanzo di bilancio al netto della spesa per interessi e a contenere il fabbisogno complessivo entro 140.000 miliardi. Il taglio del deficit, oltre che con maggiori entrate volte anche a ridurre l'evasione fiscale, viene realizzato attraverso riforme strutturali in settori importanti della spesa: la previdenza, la sanità, il pubblico impiego.

Ai fini del contenimento della domanda interna nel 1993, la manovra è da ritenersi adeguata. Decisa in giugno, molto probabilmente avrebbe assicurato il controllo delle aspettative, prevenuto la crisi di credibilità nei mercati valutari e finanziari. I dati disponibili della bilancia dei pagamenti indicano che, in luglio, il ritmo mensile degli investimenti italiani all'estero, diretti e di portafoglio, è

salito a 12.000 miliardi, dai 5-6 mila dei mesi precedenti. Il mercato dei titoli di Stato è sottoposto a pressioni d'offerta che minacciano di andar oltre quelle che si sono già riflesse, fra maggio e oggi, in un aumento dei tassi d'interesse compreso fra 2 e 4 punti percentuali, secondo le scadenze.

Al di là della loro stessa entità macroeconomica, gli atti di taglio delle spese e di inasprimento fiscale, i comportamenti delle istituzioni e delle parti sociali devono essere tali da ripristinare al più presto la stabilità delle aspettative.

* * *

Nella situazione di profonda incertezza che grava sui mercati monetari e finanziari l'obiettivo dell'Unione europea resta elemento essenziale del quadro di riferimento per il processo di risanamento e per le aspettative degli operatori. La crisi che scuote lo SME in questi giorni è il frutto degli scompensi che caratterizzano l'attuale, lunga fase di transizione verso l'Unione monetaria: è frutto anche, soprattutto, del mutamento fondamentale rappresentato dall'unificazione tedesca, dai modi con i quali essa è gestita, finanziata. O si è capaci di dar vita alla moneta comune, in grado di rappresentare l'intera area che essa

serve, e di avvertirne tutti gli interessi, o si rischia di dover accettare la moneta egemone.

Da una lettura attenta, da una analisi critica della vicenda che stiamo vivendo si deve ripartire per dare nuova spinta al processo di Unione europea.