

PARLAMENTO EUROPEO

Commissione per i problemi economici e monetari e la politica industriale

Sottocommissione monetaria

Politica monetaria e bilancio pubblico in Italia

Audizione del Governatore della Banca d'Italia

Antonio Fazio

Bruxelles, 25 settembre 1995

SOMMARIO

1. UNO SGUARDO RETROSPETTIVO: L'ADESIONE AL SISTEMA MONETARIO EUROPEO E LA POLITICA MONETARIA NEGLI ANNI OTTANTA	5
<i>1a. L'adesione al Sistema monetario europeo.....</i>	<i>5</i>
<i>1b. La posizione patrimoniale e la perdita di competitività.....</i>	<i>7</i>
2. LA CRISI DEL 1992 E L'USCITA DELL'ITALIA DAGLI ACCORDI DI CAMBIO.....	8
3. L'ULTIMO BIENNIO.....	9
<i>3a. Il cambio</i>	<i>10</i>
<i>3b. I tassi d'interesse.....</i>	<i>11</i>
<i>3c. L'ulteriore restrizione monetaria e la ripresa del cambio.....</i>	<i>12</i>
<i>3d. L'inflazione</i>	<i>13</i>
4. LA FINANZA PUBBLICA.....	13
<i>4a. La politica di bilancio nel 1995.....</i>	<i>14</i>
<i>4b. I piani del Governo per il triennio 1996-1998.....</i>	<i>15</i>
5. SOMMARIO E CONCLUSIONI	16

1. UNO SGUARDO RETROSPETTIVO: L'ADESIONE AL SISTEMA MONETARIO EUROPEO E LA POLITICA MONETARIA NEGLI ANNI OTTANTA

La seconda metà degli anni settanta fu caratterizzata, nella maggior parte dei paesi industriali, da un rallentamento nella crescita delle economie - determinato dal rialzo dei prezzi del petrolio e dalla sostenuta dinamica salariale - e da squilibri ampi nei conti pubblici.

In Italia, anche per effetto di meccanismi legislativi e istituzionali, in atto dal decennio precedente, l'aumento della spesa e dei disavanzi pubblici assumeva intensità maggiore rispetto agli altri paesi industriali. Il controllo monetario si attuava, con efficacia, attraverso limiti all'erogazione del credito bancario.

Alla fine degli anni settanta, esauriti gli effetti negativi della prima crisi petrolifera sulla bilancia dei pagamenti e sulla crescita, l'economia italiana si sviluppava di nuovo a ritmi soddisfacenti; la bilancia dei pagamenti correnti tornava in attivo; il tasso d'inflazione, pur rimanendo sopra il 10 per cento, si dimezzava rispetto alle punte toccate in precedenza.

Erano state nel frattempo avviate riforme importanti in materia di finanziamento del Tesoro e di politica dei tassi d'interesse. Un primo passo decisivo era già stato compiuto all'inizio del 1975 allorché tra il governatore Carli e il Governo dell'epoca si stabilì che la Banca d'Italia, pur continuando la prassi - sempre attuata *ab immemorabili* - di assorbire tutti i Buoni ordinari del tesoro inoptati alle aste, lo avrebbe però fatto a tassi d'interesse di mercato; in precedenza i rendimenti dei titoli erano di fatto controllati amministrativamente dal Tesoro e, in particolare, nella prima metà degli anni settanta erano stati mantenuti a livelli più bassi dell'inflazione. Nasceva un mercato primario dei titoli pubblici in cui i prezzi si sarebbero formati in funzione della domanda e dell'offerta.

1a. L'adesione al Sistema monetario europeo

Nel marzo del 1979 l'Italia aderiva, sin dal suo avvio, al Sistema monetario europeo, sia pure con una banda di oscillazione del 6 per cento attorno alla parità.

Ampiamente condiviso nel nostro Paese era l'obiettivo di utilizzare lo strumento del cambio per piegare l'inflazione.

Il vincolo del cambio e l'arresto del deterioramento del valore della moneta erano altresì visti come un "segnale forte" della necessità di correggere la deriva dei conti pubblici. In Italia, invero, la consapevolezza dei rischi connessi con l'accumulo del debito pubblico maturava con ritardo rispetto agli altri paesi industriali. Nel triennio 1979-1981 il disavanzo del Tesoro si aggirava intorno al 10 per cento del prodotto interno lordo; nei successivi quattro anni saliva al 13-14 per cento.

La seconda crisi petrolifera spingeva di nuovo verso l'alto i prezzi e riapriva il disavanzo dei conti con l'estero, sia per gli scambi commerciali sia nei movimenti di capitali.

La politica monetaria reagiva attraverso l'inasprimento dei controlli quantitativi sull'erogazione del credito bancario e il progressivo innalzamento dei tassi ufficiali; muoveva verso il superamento delle misure amministrative di controllo del credito in favore di un sistema di regolazione indiretta degli aggregati creditizi e monetari. Veniva corretto il deterioramento dei conti con l'estero e il peggioramento dell'inflazione.

Da punte che nel 1980 superavano di nuovo il 20 per cento, l'inflazione scendeva gradualmente negli anni successivi fino al 6 per cento nel 1986.

La relativa stabilità del cambio nominale portava a un notevole apprezzamento in termini reali, cioè a una perdita di competitività. Nel corso del biennio 1979-1980 questa era pari al 9 per cento con riferimento ai prezzi dei manufatti; all'11,5 per cento sulla base di quelli al consumo (Figg. 1a, 1b).

Nel 1981 il processo di distacco del finanziamento automatico del disavanzo pubblico da parte della Banca centrale compiva un altro passo decisivo con il così detto "divorzio" tra Banca d'Italia e Tesoro: il governatore Ciampi e il Ministro del Tesoro stabilirono che la Banca non avrebbe più "passivamente" finanziato il debito pubblico attraverso l'acquisto di titoli inoptati alle aste.

Nella prima metà degli anni ottanta la politica del cambio frenava il deterioramento dei costi e dei prezzi; contribuiva a stimolare la profonda ristrutturazione del settore industriale. L'occupazione diminuiva in questo comparto, mentre si accresceva

nel settore terziario. Le imprese tornavano a una condizione di buona profittabilità, ma rallentava lo sviluppo della capacità produttiva. La crescita del prodotto nazionale era poco discosta da quella dei rimanenti paesi dell'OCSE.

La bilancia dei pagamenti correnti presentava saldi negativi, di limitata entità, nel corso di quasi tutti gli anni ottanta.

1b. La posizione patrimoniale e la perdita di competitività

Nonostante i disavanzi connessi con le crisi petrolifere, la posizione patrimoniale complessiva netta nei confronti dell'estero nel 1984 era ancora leggermente positiva, per 9.700 miliardi, grazie agli ampi *surplus* di parte corrente accumulati negli anni sessanta e nei primi anni settanta. Diveniva negativa dal 1985.

Alla fine del 1986 il tasso di cambio effettivo in termini reali, misurato sui prezzi al consumo, risultava superiore di 26 punti percentuali rispetto al gennaio del 1979, quando però si situava su un livello tra i più bassi degli anni settanta. Misurato sui prezzi alla produzione, l'aumento del cambio reale era solo di 12 punti, ma a fronte di notevoli guadagni di competitività conseguiti da Francia e Germania.

La bilancia dei pagamenti correnti italiana rimaneva pressoché costantemente negativa fino al 1992, a causa della perdita di competitività e dell'espansione della domanda interna sospinta dal disavanzo pubblico.

Nel 1990 l'Italia, dopo un biennio di fluttuazioni limitate intorno alle parità centrali, entrava nella banda stretta degli accordi di cambio; veniva attuata la piena liberalizzazione di tutti i movimenti di capitali, anche di quelli a breve termine. L'effetto immediato fu positivo, inducendo un afflusso di capitali, sostanzialmente a breve, e a un'attenuazione dei tassi d'interesse. Aggravandosi lo squilibrio corrente, il Paese veniva a trovarsi con una posizione negativa netta verso l'estero di entità crescente, coperta in gran parte da debiti a breve.

Nel 1992 il debito netto nei confronti dell'estero raggiungeva 165.000 miliardi, circa l'11 per cento del prodotto.

Nei primi giorni del settembre dello stesso anno il tasso di cambio effettivo deflazionato per i prezzi al consumo risultava accresciuto di circa il 35 per cento rispetto al gennaio del 1979. Sulla base dei prezzi alla produzione l'aumento era meno del 20 per cento.

La politica monetaria restrittiva e la stabilità del cambio hanno avuto successo negli anni ottanta nel determinare il rientro, definitivo, dall'alta inflazione. Gli elevati disavanzi pubblici hanno portato a un accumulo del debito pubblico e al progressivo formarsi, nonostante l'elevato tasso di risparmio interno, di un debito netto nei confronti dell'estero.

La lezione da trarre da quella esperienza è di efficacia della politica monetaria. Ma se le altre politiche non svolgono appieno il loro ruolo nel perseguire gli obiettivi della politica economica, si accumulano squilibri in altre direzioni: nel caso specifico valori elevati dei tassi d'interesse, con rallentamento degli investimenti e dello sviluppo, e crescita del debito pubblico, formazione di un debito crescente nei confronti dell'estero, con rischi per il mantenimento della stessa stabilità monetaria.

2. LA CRISI DEL 1992 E L'USCITA DELL'ITALIA DAGLI ACCORDI DI CAMBIO

Il 13 settembre 1992, in connessione con le forti tensioni sui mercati internazionali, veniva deciso un riallineamento di 7 punti percentuali della parità della lira, con l'intento di recuperare la competitività perduta rispetto al gennaio 1987, data dell'ultimo riallineamento di parità nel Sistema.

Successivamente, la crisi generalizzata degli accordi di cambio spingeva la sterlina e la lira fuori del Sistema. L'esperienza si concludeva con un abbassamento del tasso di cambio reale della lira di oltre il 20 per cento nei primi mesi del 1993 rispetto all'agosto dell'anno precedente.

La maggiore stabilità dei prezzi negli ultimi anni ottanta contribuiva in misura determinante a frenare la crescita del costo del lavoro. Nel 1992 il Governo stipulava un primo accordo con le parti sociali per contenere in prospettiva l'aumento di stipendi e salari nei limiti di un'inflazione programmata avente profilo rapidamente decrescente. Con la legge finanziaria per il 1993 veniva posto in atto un notevole programma di

riduzione del disavanzo del settore pubblico, di importanza analoga a quelli realizzati dopo le crisi petrolifere.

I consumi e il prodotto cadevano drasticamente già dalla fine del 1992; dal 1993 la bilancia dei pagamenti correnti tornava in forte attivo.

L'inflazione si manteneva su valori contenuti, nonostante la svalutazione della lira, per effetto dell'accordo sul costo del lavoro, della restrizione monetaria, del rallentamento della domanda interna. Dopo una limitata accelerazione nella primavera, l'anno 1993 si chiudeva con un tasso di aumento dei prezzi intorno al 4 per cento.

Nel secondo semestre del 1993, dopo l'accordo sulla politica dei redditi, i tassi d'interesse sul mercato monetario erano stati riportati a livelli più moderati, anche se restavano elevati rispetto alla media degli altri paesi industriali.

Una parte dei capitali bancari affluiti fino all'agosto del 1992 defluiva verso l'estero sul finire dell'anno e per tutto il 1993, ristabilendo, nelle modalità di finanziamento dello squilibrio esterno del Paese, una condizione più prossima alla normalità. Il tasso di cambio ne veniva ancora influenzato, anche se in misura moderata.

Possiamo considerare il secondo semestre del 1993 come un periodo in cui il cambio effettivo della lira e i tassi d'interesse erano tornati a una situazione di accettabile equilibrio. Il tasso ufficiale di sconto veniva abbassato in ottobre all'8 per cento. Il cambio effettivo della lira in termini reali era tornato poco al di sopra della media del 1979, in prossimità del valore medio per l'anno 1980. I rendimenti dei titoli pubblici decennali si situavano intorno al 9 per cento.

3. L'ULTIMO BIENNIO

La seconda metà del 1993 è anche il punto di minima del ciclo economico. Dal quarto trimestre si verificava una lieve ripresa, trainata dalle esportazioni e dagli investimenti produttivi; l'anno nel suo complesso si chiudeva con una diminuzione del 5,5 per cento della domanda interna e dell'1,2 per cento del prodotto interno lordo; le esportazioni di beni e servizi aumentavano di oltre il 9 per cento; le importazioni si riducevano dell'8 per cento.

La bilancia dei pagamenti correnti dopo molti anni tornava in avanzo per 18.000 miliardi, a fronte di 34.000 di deficit nell'anno precedente.

La ripresa trainata dalle esportazioni e dagli investimenti si è consolidata nel corso del 1994; l'aumento del prodotto è stato del 2,2 per cento; la bilancia dei pagamenti correnti è stata attiva per 25.000 miliardi.

Il tasso d'inflazione misurato sull'indice del costo della vita era disceso a distanza di 12 mesi al 3,6 per cento nel luglio 1994. Nella seconda metà dell'anno, per effetto della pressione della domanda, del forte aumento della produzione industriale e della conseguente riduzione dei margini della capacità produttiva inoccupata, è iniziato un lento, ma continuo, deterioramento dei costi e dei prezzi.

Veniva impressa una forte decelerazione agli aggregati monetari e creditizi: la crescita della moneta era prossima allo zero; quella del credito all'economia non superava il 2 per cento; per tutti gli aggregati le variazioni in termini reali risultavano negative.

L'inflazione si accentuava alla fine dell'anno, risentendo, in misura determinante, del peggioramento del cambio della lira e dell'aumento dei prezzi internazionali dei prodotti primari. Nella prima metà del 1995, l'aumento dei prezzi è stato influenzato dalla necessità di ricorrere ad aumenti delle imposte indirette nella manovra di finanza pubblica.

3a. Il cambio

Il tasso di cambio effettivo nominale della lira alla fine del 1994 risultava deprezzato del 7 per cento rispetto al secondo semestre del 1993 (Figg. 2a, 2b).

L'andamento della lira si muoveva in stretta connessione, per buona parte dell'anno 1994, con quello del dollaro. Nel suo deterioramento rispetto al marco e allo yen, il dollaro è stato in qualche misura seguito dalle altre valute "deboli": sterlina, dollaro canadese, corona svedese. Il franco francese e le altre monete più strettamente legate al marco hanno invece presentato nel corso del 1994 un lieve, continuo apprezzamento.

Nel dicembre 1994 e all'inizio del 1995 si manifesta la crisi messicana. Segue una variazione accentuata e disordinata dei tassi di cambio delle principali valute. Discende sensibilmente, del 10 per cento, il valore del dollaro, seguito da quello delle valute "deboli"; il marco si apprezza in pochi mesi di oltre il 5 per cento; lo yen di circa

il 16. Il cambio della lira cade in misura accentuata: a metà marzo, in connessione anche con gli avvenimenti politici interni, raggiunge una svalutazione di oltre il 15 per cento rispetto alla media di dicembre (Fig. 3). La situazione di crisi dei cambi permane acuta fino a metà aprile.

3b. I tassi d'interesse

Nel febbraio del 1994 i tassi d'interesse di mercato in tutti i principali paesi avevano invertito la tendenza discendente dei due anni precedenti, tornando a salire, in stretta relazione al mutamento di segno intervenuto nella politica monetaria degli Stati Uniti.

Il controllo della liquidità veniva reso in Italia più restrittivo già dal giugno del 1994. A metà agosto, si attuava un primo aumento, di mezzo punto percentuale, dei tassi ufficiali. L'incremento dei tassi di mercato era in Italia maggiore rispetto agli altri paesi (Fig. 4).

Nel febbraio del 1995 in presenza del peggioramento delle aspettative d'inflazione e del cambio, la Banca d'Italia attuava un ulteriore incremento del tasso di sconto, di 0,75 punti, e del tasso sulle anticipazioni, di 1,25 punti.

L'incisiva manovra fiscale, operativa da marzo e pari su base annua all'1,5 per cento del prodotto lordo, e la restrizione monetaria erano volte ad arrestare il deterioramento del valore interno ed esterno della lira.

Al peggioramento del cambio e dei prezzi, già nel 1994, si associava una ulteriore, forte accelerazione della produzione industriale.

Si constatava ancora una volta che, nei paesi la cui valuta si deprezza, il ritmo dell'attività economica tende ad accelerare; in quelli nei quali la moneta si apprezza si ha un impatto negativo sull'attività produttiva.

Sempre in febbraio la Riserva Federale aveva ancora innalzato i tassi ufficiali. In Germania e in Giappone - in relazione all'apprezzamento del cambio, alla stabilità o flessione dei prezzi, alla debolezza dell'attività economica - venivano in primavera ridotti i tassi d'interesse controllati dalle Autorità monetarie.

3c. L'ulteriore restrizione monetaria e la ripresa del cambio

Nei primi mesi del 1995 l'aumento dei prezzi si era portato, in Italia, tra il 5 e il 6 per cento su base annua. Il 26 maggio, in un contesto di sostenuta espansione dell'attività produttiva, al fine di interrompere il deterioramento delle aspettative d'inflazione veniva deciso un ulteriore aumento, di 0,75 punti percentuali, del tasso ufficiale di sconto e di quello sulle anticipazioni. Il controllo dell'espansione della liquidità si faceva più severo; cominciavano a manifestarsi gli effetti sulla domanda interna della restrizione monetaria e fiscale.

Rispetto al punto minimo toccato dopo la crisi messicana, da metà aprile a metà maggio il tasso di cambio della lira aveva già recuperato 8 punti percentuali; aumentavano le quotazioni del dollaro e quelle delle altre monete "deboli"; si riduceva l'apprezzamento del marco e soprattutto quello dello yen.

E' continuata nei mesi estivi la ripresa del dollaro stimolata anche da interventi massicci e coordinati sul mercato dei cambi e dall'ulteriore riduzione dei tassi d'interesse in Germania e in Giappone.

A metà settembre risultavano in larga misura riassorbiti gli effetti delle tensioni innescate dalla crisi messicana: rispetto al dicembre 1994 la perdita del cambio della lira, che aveva superato 15 punti percentuali in marzo, si era ridotta a 3 punti. Le turbolenze degli ultimi giorni hanno attenuato i miglioramenti delle monete "deboli". La perdita della lira, seguendo i movimenti del dollaro, è risalita a 5-6 punti percentuali rispetto al dicembre (Fig. 3).

I tassi di mercato dei titoli pubblici a 10 anni, saliti oltre il 12 per cento negli ultimi mesi del 1994, avevano raggiunto il 13,7 nel periodo di massimo deprezzamento del cambio, fra metà marzo e metà aprile del 1995; erano discesi all'11 per cento, per riportarsi dopo le turbolenze degli ultimi giorni intorno all'11,5; il differenziale rispetto ai titoli tedeschi si situa a circa 5 punti percentuali.

3d. *L'inflazione*

Il tasso d'inflazione è rallentato in Italia, sensibilmente, nel corso dei mesi estivi.

Nel trimestre luglio-settembre, la variazione mensile dei prezzi, misurata sull'indice del costo della vita, al netto delle imposte indirette e depurata dalla stagionalità, si situa in ragione annua un punto percentuale e mezzo al di sotto dei valori del trimestre precedente.

La restrizione monetaria, il recupero del cambio, il rallentamento della congiuntura hanno frenato l'inflazione, avviando un rientro deciso; esso dovrà essere consolidato nei prossimi mesi.

L'aumento dei prezzi rimane ancora troppo elevato rispetto a quello degli altri paesi europei.

Si conferma ora raggiungibile l'obiettivo già indicato nella Relazione dello scorso maggio per l'anno in corso. Verrà perseguita l'ulteriore riduzione dell'inflazione, al di sotto del 4 per cento, nel 1996.

4. LA FINANZA PUBBLICA

Le prospettive per il valore della moneta, all'esterno e all'interno del Paese, dipendono in misura cruciale da quelle della finanza pubblica.

Le riforme iniziate con i provvedimenti del 1992 hanno impresso una svolta alle tendenze espansive insite, da lunga data, nei nostri conti pubblici. Sono state attuate riforme consistenti nei comparti della sanità, del pubblico impiego, della finanza locale, della previdenza pubblica. La riforma attuata nel campo pensionistico è di portata rilevante. Secondo la nostra valutazione l'entrata a regime è però troppo ritardata nel tempo; inoltre, anche a regime il nuovo sistema pensionistico continuerebbe a discostarsi da quelli vigenti negli altri principali paesi europei, soprattutto per la più bassa età di pensionamento e per il più alto rapporto previsto tra pensione e salario.

4a. La politica di bilancio nel 1995

Per l'anno 1995 la politica di bilancio si è posta l'obiettivo di recuperare il ritardo cumulato nel 1994 nel riequilibrio dei conti pubblici. Per effetto degli interventi definiti con la legge finanziaria e con la manovra aggiuntiva varata nella scorsa primavera, il fabbisogno del settore statale segnerà una riduzione rilevante, di oltre 20.000 miliardi, rispetto all'anno precedente: in relazione al prodotto interno lordo passerà dal 9,5 al 7,4 per cento circa. Per il saldo primario da un avanzo di 17.600 miliardi nel 1994, pari all'1,1 per cento del prodotto, si passerà a 60.000 miliardi, il 3,4 per cento del prodotto nell'anno in corso. La pressione fiscale "macroeconomica", ovvero il rapporto tra gettito fiscale e contributivo e prodotto interno, aumenterà di 1,5 punti percentuali; l'incidenza della spesa pubblica sul prodotto, al netto degli interessi, si ridurrà di circa 0,8 punti percentuali.

Verrà, dopo molti anni, arrestata l'ascesa del peso del debito pubblico; a tale risultato contribuiranno anche i proventi delle privatizzazioni. Alla fine del 1995 il rapporto tra il debito del settore statale e il prodotto interno lordo dovrebbe collocarsi al 123,8 per cento contro il 124,3 alla fine del 1994.

Il livello di detto rapporto rimane assai elevato rispetto ai valori che si osservano negli altri paesi industriali. Va ricordato però che in Italia è molto alto il risparmio delle famiglie. Esse sono poco indebitate; ciò induce e permette un accumulo di ricchezza finanziaria rappresentata proprio dal debito pubblico. La ricchezza finanziaria complessiva in rapporto al reddito non si discosta in Italia da quella degli altri grandi paesi.

L'elevato tasso di risparmio interno ha permesso di contenere il debito estero del Paese. Riteniamo tuttavia che esso debba essere rapidamente eliminato. Gli attivi della bilancia dei pagamenti correnti del 1993 e del 1994 e quello prevedibile per quest'anno consentiranno di ricondurre il debito del Paese sotto il 5 per cento del prodotto alla fine del 1995. Sulla base di previsioni attendibili per gli anni a venire, confortate da analoghe valutazioni effettuate da organizzazioni internazionali, il debito estero si annullerà entro i prossimi due o tre anni; in seguito dovrebbe trasformarsi in un credito netto.

4b. I piani del Governo per il triennio 1996-1998

Il Documento di programmazione economico-finanziaria del Governo, approvato dal Parlamento, si dà carico di queste problematiche per i prossimi anni.

Il primo obiettivo è quello di un ridimensionamento del peso del debito pubblico; il rapporto tra debito dello Stato e prodotto dovrebbe scendere alla fine del 1998 al 115,4 per cento del prodotto.

L'avanzo primario, cioè esclusi gli interessi, nello stesso anno 1998 dovrebbe raggiungere il 6 per cento del prodotto. Un contributo alla riduzione del debito dovrebbe essere assicurato dall'accelerazione del programma di dismissione di cespiti pubblici. Il fabbisogno previsto per l'anno 1998, pari al 3 per cento del prodotto interno, dovrebbe essere inferiore alla spesa per investimenti pubblici.

Questi obiettivi vanno perseguiti con fermezza.

Il loro conseguimento richiede che le azioni di correzione dal lato delle entrate e delle spese vengano, nei loro termini quantitativi, puntualmente attuate. Una parte del miglioramento dei conti pubblici negli ultimi anni è dovuta al rallentamento della spesa per investimenti; per far fronte alle carenze di infrastrutture nelle aree meno sviluppate del Mezzogiorno, potranno risultare necessari un aumento delle entrate e un taglio delle spese correnti più incisivi rispetto agli intendimenti del Documento governativo.

Nonostante le aliquote legali, soprattutto quelle delle imposte dirette, siano tra le più elevate, nel nostro Paese la pressione fiscale e contributiva risulta inferiore rispetto ai valori che si registrano in Francia e in altri paesi europei. Il gettito infatti risente in misura maggiore di fenomeni di elusione e soprattutto di evasione; questi, oltre che essere causa di gravi inefficienze allocative, creano rendite e ingiustizie fiscali.

E' necessario che l'azione intrapresa dal Governo in materia di riduzione dell'evasione venga pienamente attuata, si intensifichi negli anni a venire, vengano esaltate l'efficienza e l'operatività dell'Amministrazione.

L'Italia dispone di potenzialità cospicue, non pienamente utilizzate, da indirizzare verso lo sviluppo del reddito e dell'occupazione. Nel confronto internazionale il risparmio è elevato; le forze di lavoro qualificate sono abbondanti; l'efficienza del

sistema industriale è notevole. Rilevanti sono i margini per aumenti di produttività soprattutto nel Mezzogiorno.

5. SOMMARIO E CONCLUSIONI

Uno sguardo retrospettivo mostra che un indirizzo fermo della politica monetaria è in grado di frenare l'inflazione: è questa l'esperienza dell'Italia degli anni ottanta e dei primi anni novanta.

Da tassi annuali di aumento dei prezzi superiori al 20 per cento nel 1980, si era giunti, attraverso l'applicazione di elevati tassi d'interesse, la restrizione del credito, la tenuta del rapporto di cambio, a un sensibile contenimento dell'inflazione già prima della forte riduzione dei prezzi del petrolio del 1986. Il tasso annuale di aumento dei prezzi è stato ricondotto in prossimità del 5 per cento, su valori mai toccati dai primi anni settanta.

Il rallentamento del costo del lavoro preparava il terreno per la riforma del sistema d'indicizzazione dei salari; permetteva di giungere alla formulazione di una politica dei redditi in grado di moderare ulteriormente costi e prezzi.

L'insufficienza della politica fiscale portava, nel contesto della politica monetaria di necessità restrittiva, a un rapido accumulo del debito pubblico e alla formazione di una posizione netta negativa nei confronti dell'estero. Risultavano stimolati i consumi e frenati gli investimenti, con effetti negativi sulla crescita e sull'occupazione, sugli stessi prezzi.

Dalla caduta del cambio del 20 per cento in termini reali, tra il settembre del 1992 e la primavera del 1993, non è derivata una ripresa dell'inflazione grazie all'azione di risanamento dei conti pubblici, alla caduta della domanda per consumi e, soprattutto, alla politica dei redditi e alla politica monetaria.

L'aumento dei tassi d'interesse di mercato in Italia è stato assai più elevato che altrove, riflettendo la restrizione monetaria e le incertezze degli operatori nazionali e internazionali circa le prospettive della finanza pubblica.

Il cambio della lira ha tuttavia continuato a deteriorarsi ben al di là dei valori giustificabili sulla base della competitività nello scambio di beni e servizi.

La Banca d'Italia ha reagito prontamente, già dall'estate del 1994, attraverso restrizioni della liquidità e aumenti dei tassi ufficiali. Nell'anno 1995 è intervenuta una decisa ripresa dell'opera di correzione fiscale.

La crisi del Messico ha messo in moto movimenti speculativi, dalle valute ritenute più "deboli" verso quelle forti, di dimensione e intensità sconosciute nel passato. Ne sono derivate una crisi dei cambi e tensioni nei mercati finanziari italiani, con possibili, gravi ripercussioni sulle aspettative d'inflazione, contrastate con due ulteriori inasprimenti della politica monetaria.

Il cambio effettivo medio ponderato della lira è ritornato su valori meno discosti da quelli dello scorso dicembre. Il rendimento dei titoli pubblici a lungo termine è ridisceso nettamente al di sotto delle punte del 13,7 per cento toccate nel periodo di massima difficoltà della scorsa primavera. Nondimeno, il divario di rendimento dei titoli pubblici italiani rispetto a quelli dei paesi industriali a valuta più stabile è tuttora eccessivamente elevato; la lira sottovalutata.

L'azione di risanamento delle finanze pubbliche deve continuare. Ciò è necessario al fine di imprimere una ulteriore riduzione ai livelli dei rendimenti dei titoli, a beneficio delle finanze pubbliche e degli investimenti privati.

Un più ponderato giudizio dei mercati sulle condizioni di fondo della nostra economia dovrà condurre a un rinnovato apprezzamento della lira. La competitività dell'economia italiana è da ricercare in primo luogo attraverso il mantenimento di un moderato costo del lavoro per unità di prodotto. Essa appare indispensabile per il completo riassorbimento del debito del Paese nei confronti dell'estero, per il sostegno dello sviluppo, per ridurre la disoccupazione, ancora enormemente elevata nelle regioni meno favorite.

Il tasso d'inflazione, dalle punte massime raggiunte nello scorso giugno, è declinato nella media dei tre mesi estivi; è possibile una ulteriore discesa nell'ultima parte dell'anno.

Ogni progresso sul fronte del cambio e su quello dell'inflazione potrebbe essere messo in dubbio da incertezze sulla prosecuzione del processo di risanamento delle finanze pubbliche.

* * *

All'inizio del 1992, su proposta di Guido Carli, Ministro del Tesoro, il Parlamento liberava la politica monetaria della Banca d'Italia da qualsiasi condizionamento governativo. Il tasso ufficiale di sconto e quello sulle anticipazioni vengono decisi in piena autonomia, anche formale, dalla Banca centrale. Le riserve obbligatorie possono essere applicate e variate dalla Banca in relazione a finalità di controllo monetario. E' stata eliminata ogni forma di finanziamento diretto del Tesoro da parte dell'Istituto di emissione. La nuova legge bancaria, del 1993, conferma la responsabilità della supervisione creditizia alla Banca d'Italia, in vista del perseguimento di obiettivi di stabilità ed efficienza del sistema creditizio nel suo complesso.

La Banca centrale confida che la sua azione sia confortata da progressi sostanziali nel risanamento dei conti pubblici e dalla politica dei redditi, consentendo al Paese di porre a frutto le potenzialità di sviluppo di cui dispone.

Il valore della moneta dipende in definitiva dalla formazione del risparmio e dal suo proficuo utilizzo; dalla corretta allocazione delle risorse tra usi pubblici e privati; dalla capacità dell'economia di crescere e di competere sui mercati internazionali.

La Banca d'Italia perseguirà l'obiettivo della stabilità della moneta e del sistema finanziario in piena autonomia; contribuirà, con la politica monetaria antinflazionistica, alla convergenza dell'economia italiana verso quelle dei paesi a moneta più forte.

Figura 1a

TASSI DI CAMBIO EFFETTIVI REALI DEI PRINCIPALI PAESI

Calcolati sulla base dell'Indice dei Prezzi alla Produzione

Gennaio 1979 - Agosto 1995

1979=100

medie mensili

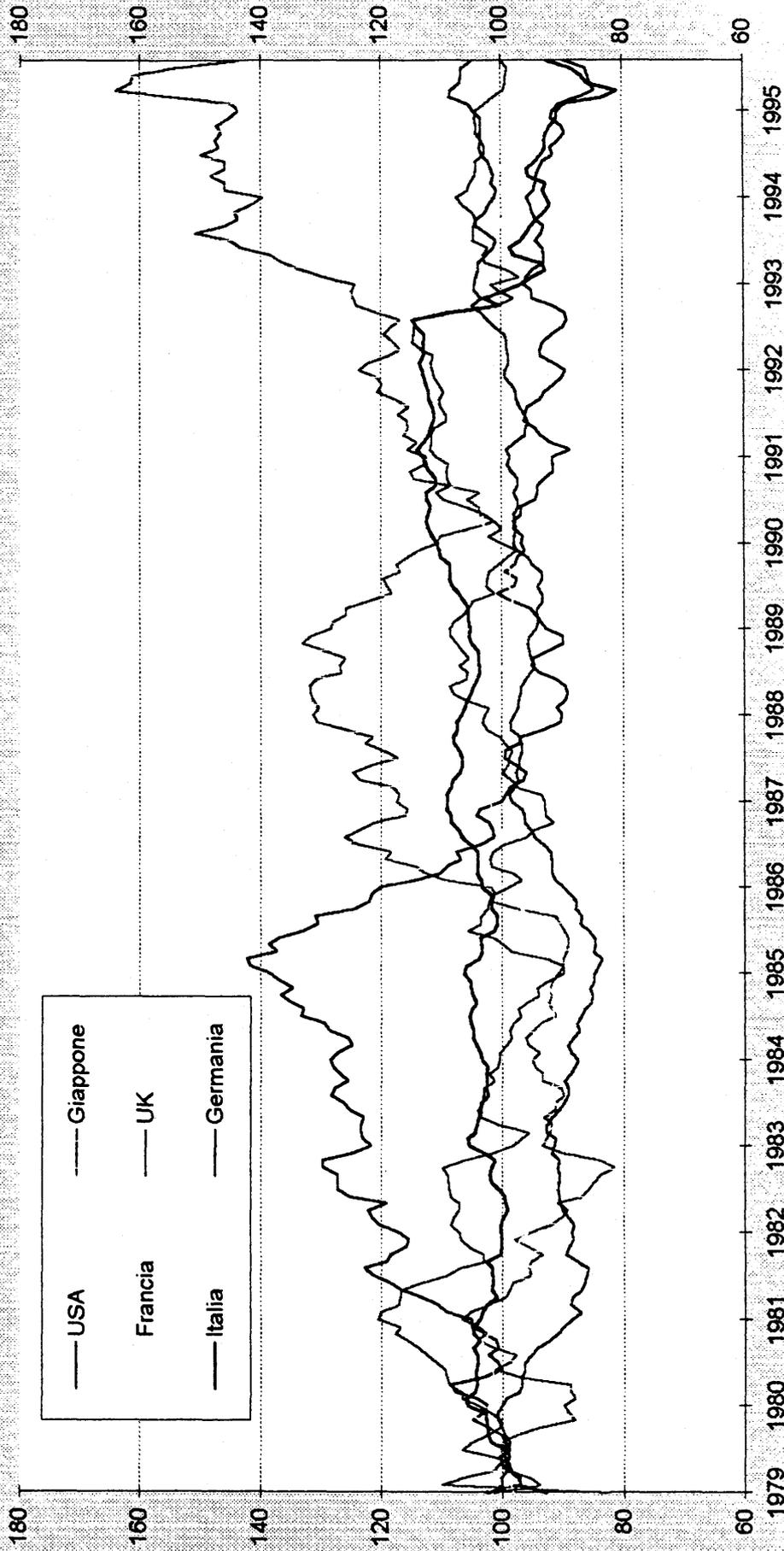
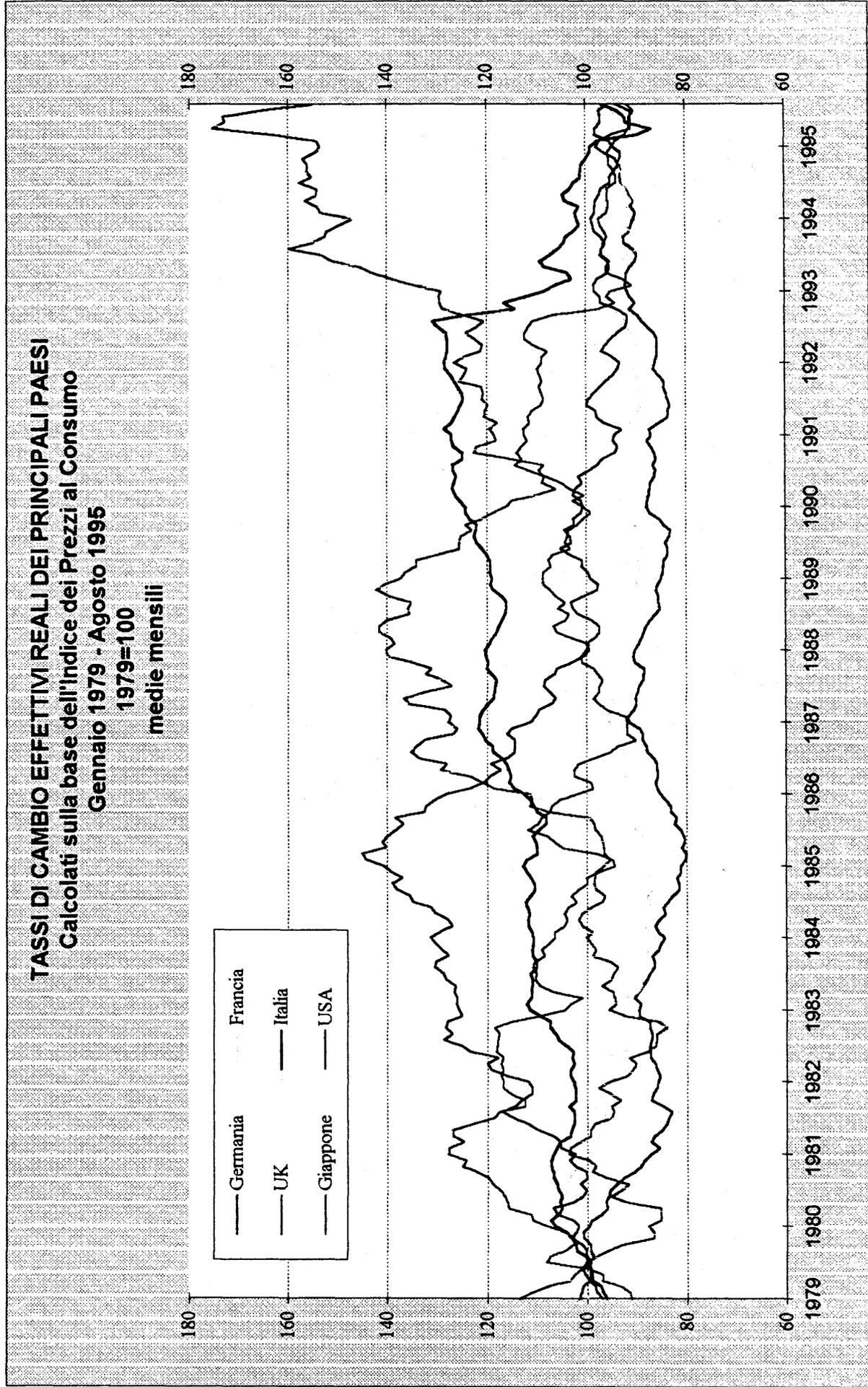


Figura 1b



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali

Figura 2a

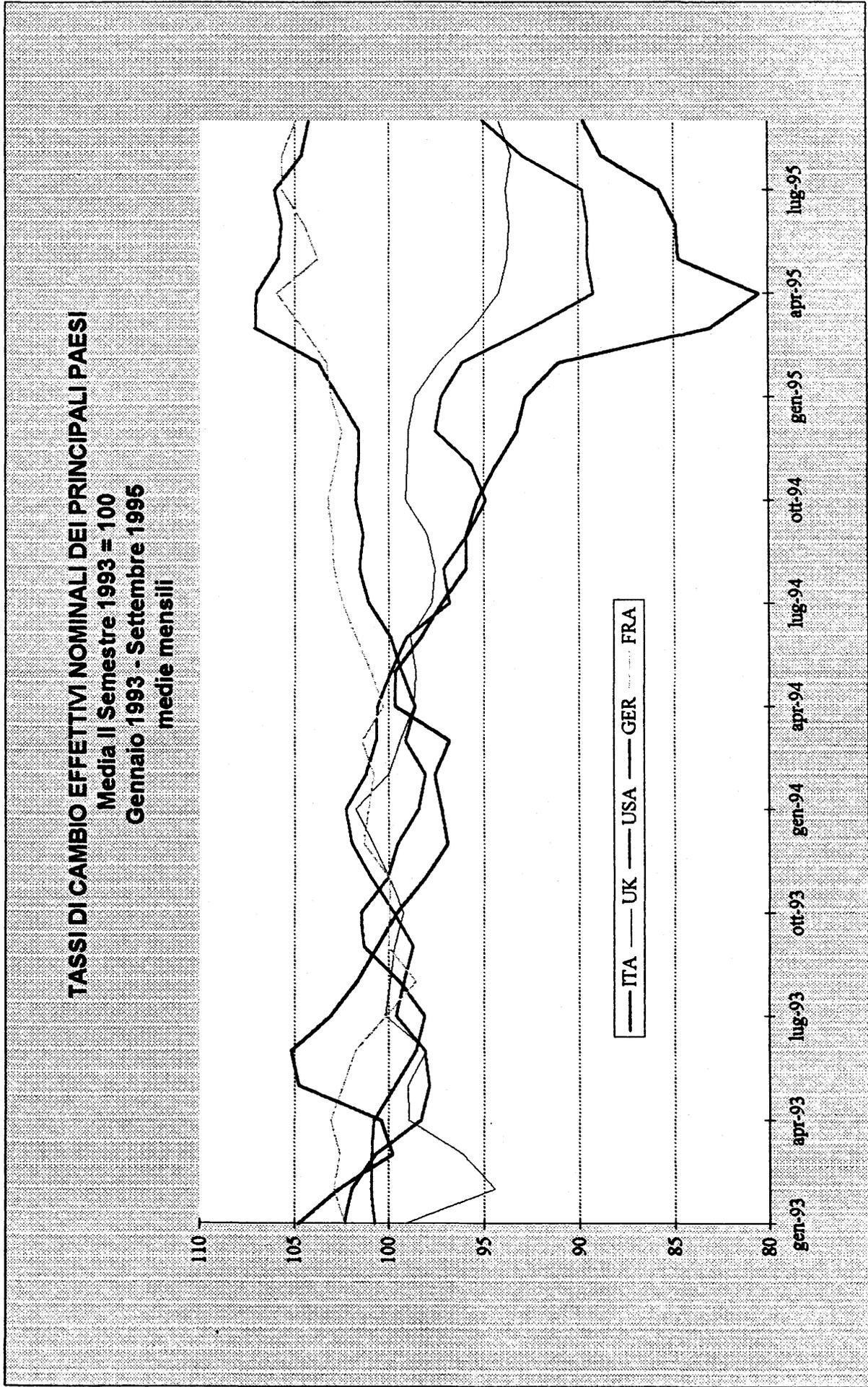


Figura 2b

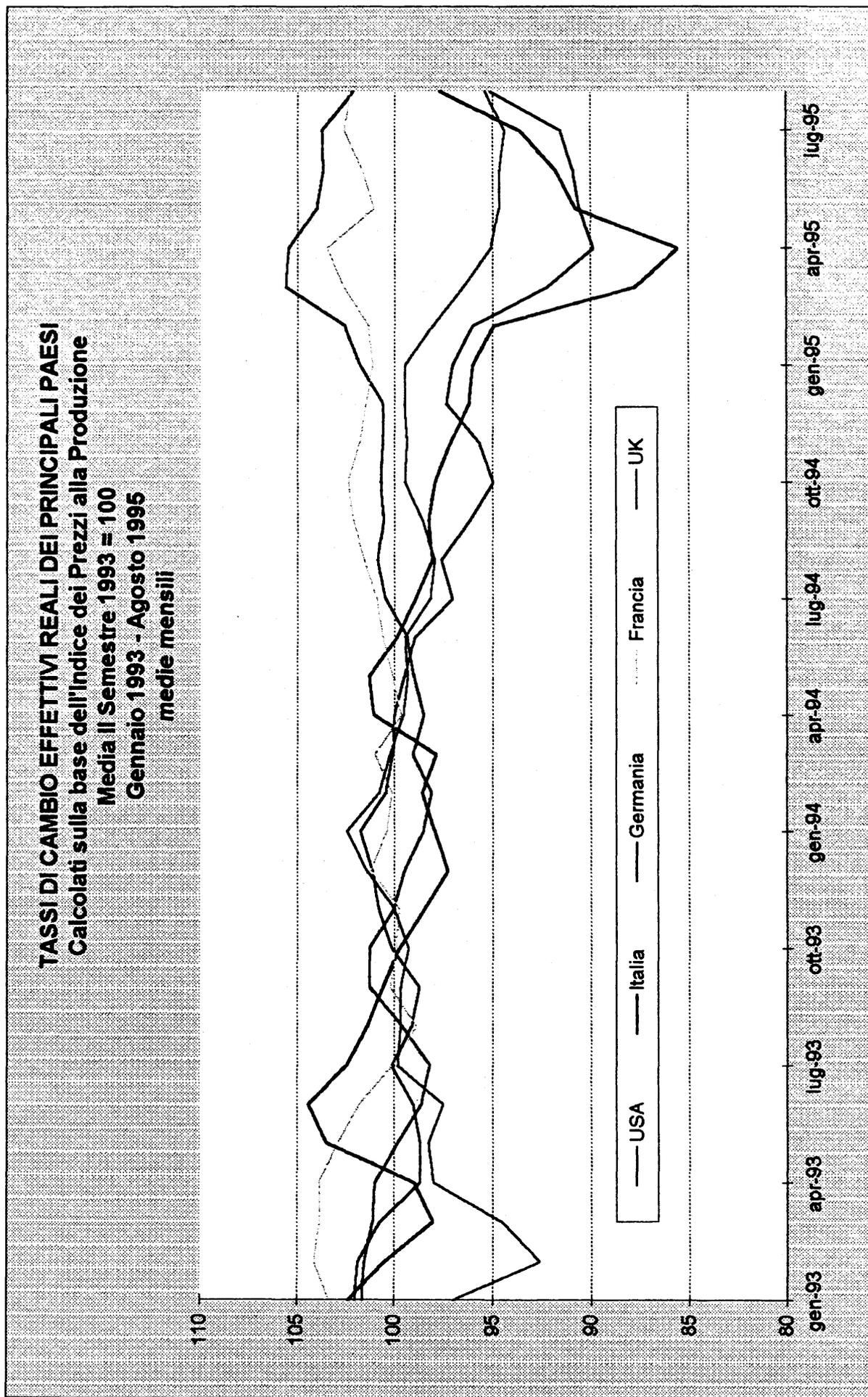


Figura 3

TASSI DI CAMBIO EFFETTIVI NOMINALI DEI PRINCIPALI PAESI

Novembre 1994 - Settembre 1995

Media Dicembre 1994 = 100

dati giornalieri

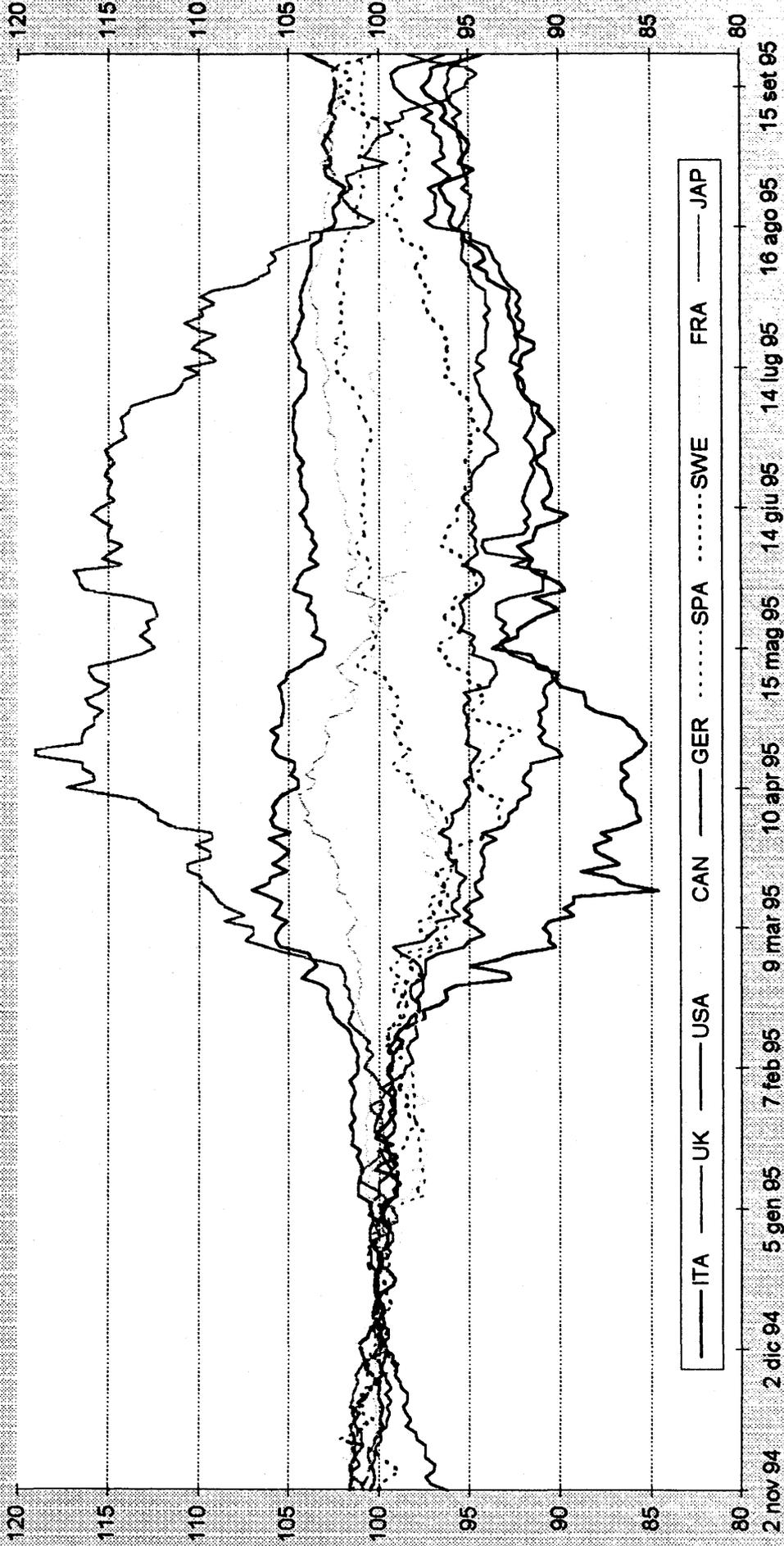
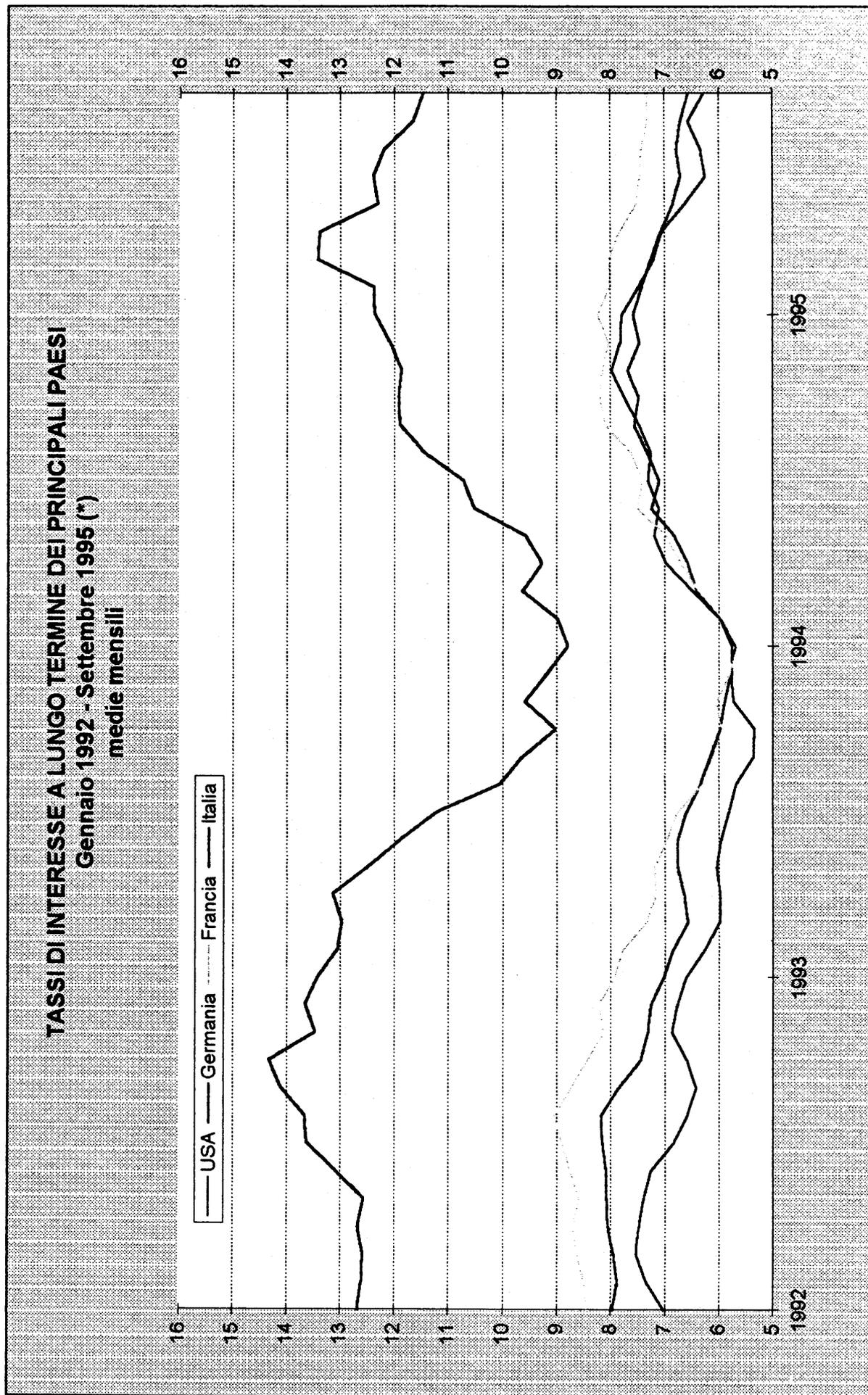


Figura 4



(*) L'ultimo dato si riferisce alla media calcolata al 19 settembre.
Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali e Banca d'Italia