

6th Frankfurt European Banking Congress

“Currency Arrangements between EMU and its Neighbours”

Tassi di cambio e sviluppo in Europa

Intervento di Antonio Fazio
Governatore della Banca d'Italia

Francoforte, 22 Novembre 1996

Nel lungo periodo il tasso di cambio di ogni paese riflette le condizioni di fondo dell'economia: la sua forza competitiva, le prospettive di crescita, l'orientamento e la credibilità delle politiche economiche.

L'andamento del tasso di cambio ha riflessi profondi sull'attività produttiva: un apprezzamento costante frena le esportazioni e ostacola lo sviluppo del reddito; un deprezzamento favorisce la produzione, ma determina pressioni inflazionistiche.

Esiste una netta correlazione tra l'andamento della produzione industriale e quello dei tassi di cambio reali, cioè della competitività, nei principali paesi industriali (Stati Uniti, Giappone, Germania, Italia; figg. 1-4).

A tale fine sono state effettuate analisi econometriche nelle quali la produzione industriale, nel suo andamento ciclico oltre che in quello di fondo, viene "spiegata" con il tasso di cambio reale e con indicatori delle politiche monetarie e fiscali.

Le stime econometriche confermano un effetto negativo significativo dell'apprezzamento del tasso di cambio reale, cioè della perdita di competitività, sull'attività produttiva; esso si esplica su orizzonti temporali anche lunghi. La sua misura è particolarmente rilevante per i paesi europei e per il Giappone; è meno importante per gli Stati Uniti.

Un aumento dei tassi d'interesse reali a breve termine influisce negativamente sulla produzione con un ritardo di circa due anni.

Gli effetti di breve periodo della politica di bilancio risultano decisamente rilevanti e di segno positivo nel caso del Giappone; sono statisticamente significativi per l'Italia, deboli per gli altri paesi (Francia e Germania).

Nella prima metà degli anni ottanta, negli Stati Uniti, a una politica di bilancio sempre più espansiva in termini reali si associava una politica monetaria restrittiva. L'aumento del disavanzo pubblico si rifletteva sui conti con l'estero determinando uno squilibrio crescente nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Gli elevati tassi d'interesse davano luogo a consistenti afflussi di capitale e a un rafforzamento del dollaro di entità eccezionale. Gli impulsi provenienti dall'azione di bilancio trovavano in parte compensazione nel rallentamento delle esportazioni e degli investimenti determinato dalla forza del cambio. Ne risultavano indebolite le prospettive di crescita dell'economia.

Nella seconda metà degli anni ottanta, iniziava una correzione dei disavanzi di bilancio e la politica monetaria diveniva meno restrittiva. Il valore del dollaro si ridimensionava; nel 1988 si riportava in termini reali nettamente al di sotto dei livelli medi prevalenti all'inizio del decennio.

Negli anni novanta l'economia degli Stati Uniti continua a essere caratterizzata da disavanzi pubblici in riduzione, ma ancora elevati, e da squilibri nella bilancia dei pagamenti correnti. La tendenza alla flessione della moneta statunitense è stata frenata dall'accresciuta domanda di dollari per transazioni proveniente soprattutto dai paesi di recente industrializzazione; il permanere, anche nel futuro, di consistenti disavanzi con l'estero porterà inevitabilmente a una offerta di dollari superiore alla domanda.

L'uscita da questo circolo vizioso può derivare dall'attuazione del piano di risanamento che mira al pareggio del bilancio pubblico nel medio periodo e sul quale esiste un accordo di principio fra le forze politiche di quel paese.

Nella Germania federale sin dai primi anni ottanta la politica di bilancio diveniva restrittiva, la politica monetaria rimaneva diretta al controllo dell'inflazione. Il tasso di cambio si deprezzava in termini reali; aumentava la competitività dell'industria tedesca.

Si registravano cospicui avanzi nella bilancia dei pagamenti correnti, anche come risultato della forte domanda proveniente dagli Stati Uniti.

Nella seconda metà del decennio, in connessione con l'andamento flettente del dollaro, il marco iniziava una fase ascendente, con ripercussioni negative sull'andamento dell'attività produttiva.

Dopo la riunificazione della nazione tedesca ha preso l'avvio una nuova fase, nella quale il *policy mix* è stato in qualche misura analogo a quello che ha caratterizzato gli Stati Uniti nella prima metà degli anni ottanta; l'espansione della spesa pubblica era diretta a favorire la riconversione produttiva delle regioni orientali. È continuato l'apprezzamento del marco in termini reali.

Da metà del 1995, il *mix* delle politiche è mutato: la correzione dei disavanzi di bilancio è stata affiancata da una politica monetaria più distesa.

In Italia, negli anni ottanta, permanendo i controlli sui movimenti di capitale, gli elevati tassi d'interesse hanno consentito di finanziare i persistenti squilibri della bilancia dei pagamenti correnti; la lira si è apprezzata in termini reali. Le correzioni apportate al bilancio pubblico in quegli anni non sono state sufficienti a riportare l'economia verso condizioni più equilibrate. Anche se in fase di decelerazione, le spinte salariali rimanevano intense. Nella seconda metà del decennio l'inflazione si è fortemente ridotta, ma è rimasta al di sopra di quella degli altri principali paesi industriali.

Nel settembre del 1992, in connessione con le vicende che sconvolgevano il Sistema monetario europeo, la lira subiva un drastico deprezzamento; tra l'agosto del 1992 e i primi mesi del 1993, essa perdeva circa il 20 per cento in termini reali (sulla base dei prezzi al consumo), riportandosi sui livelli prevalenti nel 1979, prima dell'ingresso nello SME (fig. 5). Nel mese di ottobre di quest'anno, sempre in termini reali, le

quotazioni della lira superavano quelle dei primi mesi del 1993 di quasi il 3 per cento, in base ai prezzi al consumo, del 6 in base ai prezzi alla produzione.

Nel corso degli anni ottanta il *mix* di politiche ha influenzato negativamente le prospettive di crescita, portando a una composizione della domanda interna sbilanciata in favore dei consumi e a scapito degli investimenti. L'apprezzamento del cambio reale comportava una forte perdita di competitività; quest'ultima frenava l'incremento delle esportazioni e sospingeva invece quello delle importazioni. I disavanzi pubblici continuavano a sostenere l'espansione dell'attività produttiva.

All'inizio del decennio ha preso l'avvio una profonda ristrutturazione industriale come reazione ai mutamenti intervenuti nei prezzi relativi dei decenni precedenti. La crescita degli investimenti veniva frenata dalla politica monetaria, necessariamente restrittiva in connessione con gli elevati disavanzi pubblici. Negli anni novanta il rapporto tra investimenti e prodotto interno lordo è ancora diminuito.

La crisi del cambio dei primi mesi del 1995 trova spiegazione in gran parte in fattori di natura non strettamente economica. Ne sono derivati impulsi alle nostre esportazioni e indirettamente all'attività produttiva, ma di carattere effimero; ne è risultata un'accelerazione delle pressioni inflazionistiche.

Abbiamo reagito accentuando ulteriormente il grado di restrizione monetaria. In un contesto di salari stabili e di più rigorose politiche fiscali, il cambio ha risposto apprezzandosi rispetto al livello toccato nella primavera del 1995 di oltre il 20 per cento in poco più di un anno. Occorre risalire al secondo dopoguerra, all'anno 1947, per ritrovare un'analogia esperienza.

Dopo la forte, preoccupante, impennata del 1995 la politica monetaria sta piegando l'inflazione. Ciò ha permesso di iniziare un graduale, prudente allentamento delle condizioni monetarie. È necessario proseguire lungo la via del risanamento dei conti pubblici e della moderazione dei redditi, di tutti i redditi. Contiamo, nella media del 1997, di contenere l'inflazione tra il 2 e il 3 per cento.

Con il procedere del riequilibrio dei conti pubblici appaiono sempre più necessarie politiche volte a sollevare in misura significativa l'attività d'investimento, al fine di utilizzare appieno le notevoli potenzialità di risparmio di cui l'Italia dispone.

I tassi di cambio svolgono un ruolo determinante nell'evoluzione delle economie. Il mantenimento di variazioni contenute entro limiti ristretti richiede un'azione di coordinamento delle politiche monetarie e di bilancio su cui non è sempre agevole trovare il consenso dei paesi interessati.

In aree economiche più ristrette, l'introduzione di vincoli rigidi ai tassi di cambio richiede in primo luogo limiti cogenti alle politiche di bilancio. Affinché l'Europa divenga un'area valutaria ottimale, occorre rimuovere le notevoli differenze che tuttora sussistono tra le strutture produttive, tra i regimi fiscali, tra le istituzioni. È elevata la mobilità delle merci e dei capitali. Del tutto insufficiente è quella del lavoro; nell'attuale fase storica essa viene frenata anche dalla stagnazione dell'attività economica. Una fascia di oscillazione dei cambi relativamente ampia intorno alla parità centrale è opportuna in presenza di economie ancora disomogenee; dovrà ridursi con il progredire della convergenza.

Il successo dell'integrazione economica e monetaria richiede che le politiche si diano carico di un rinnovato sforzo per l'armonizzazione delle condizioni economiche dei paesi dell'Unione, al fine di porre i presupposti, in un contesto di stabilità monetaria, per il rafforzamento del processo di accumulazione di capitale produttivo, per la ripresa dello sviluppo, per la crescita dell'occupazione.

Figura 1

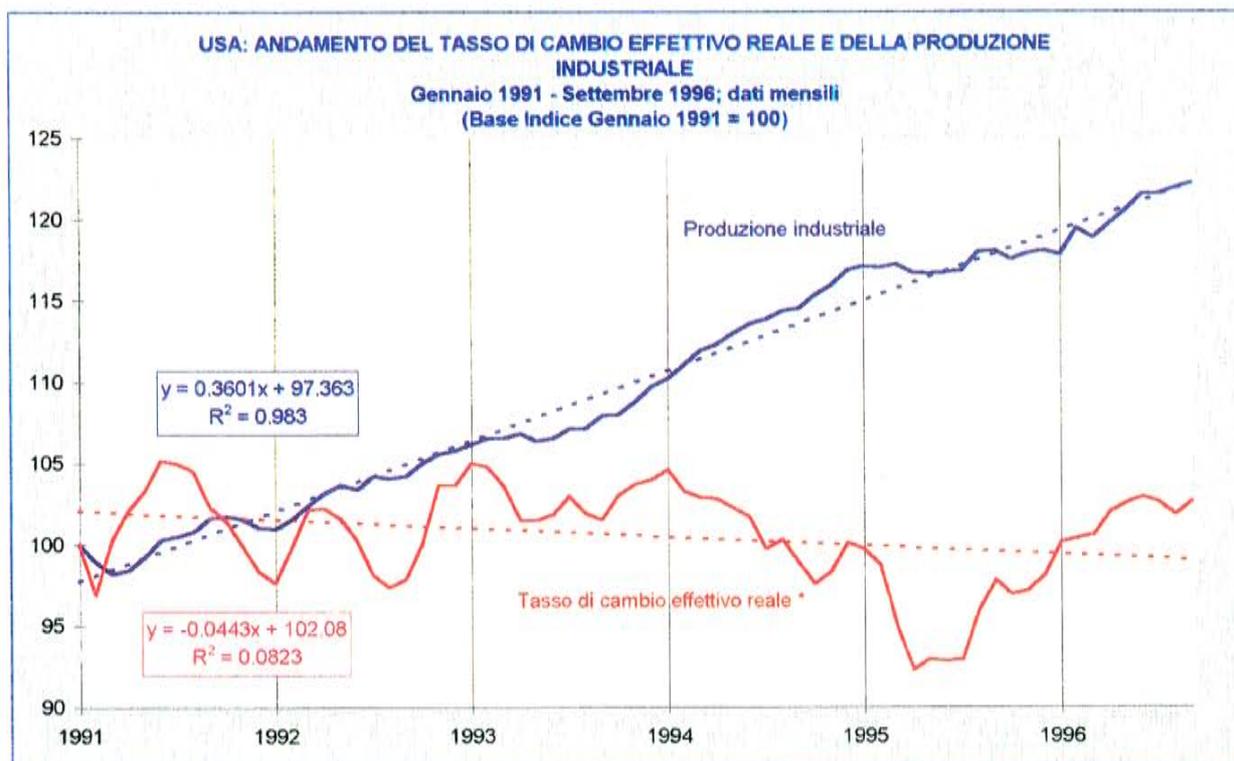
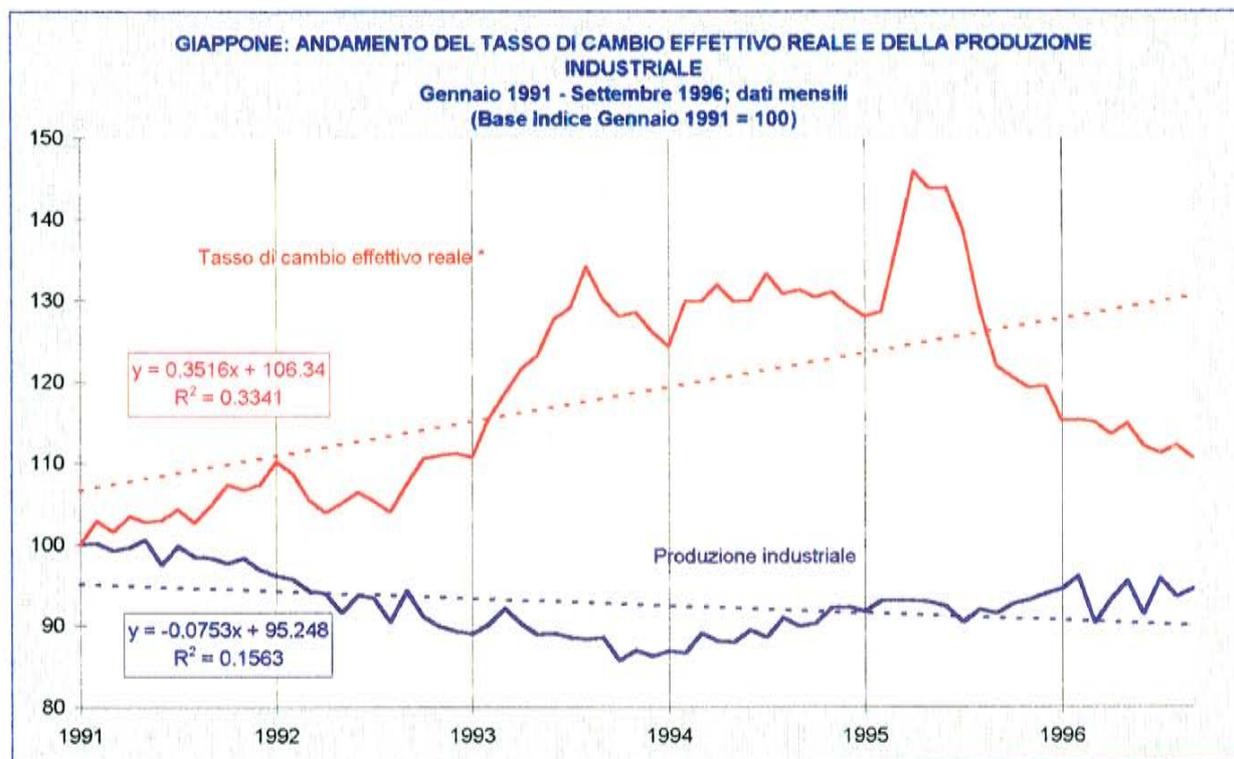


Figura 2



(*) Il dato relativo al mese di settembre '96 è parzialmente stimato.

Figura 3

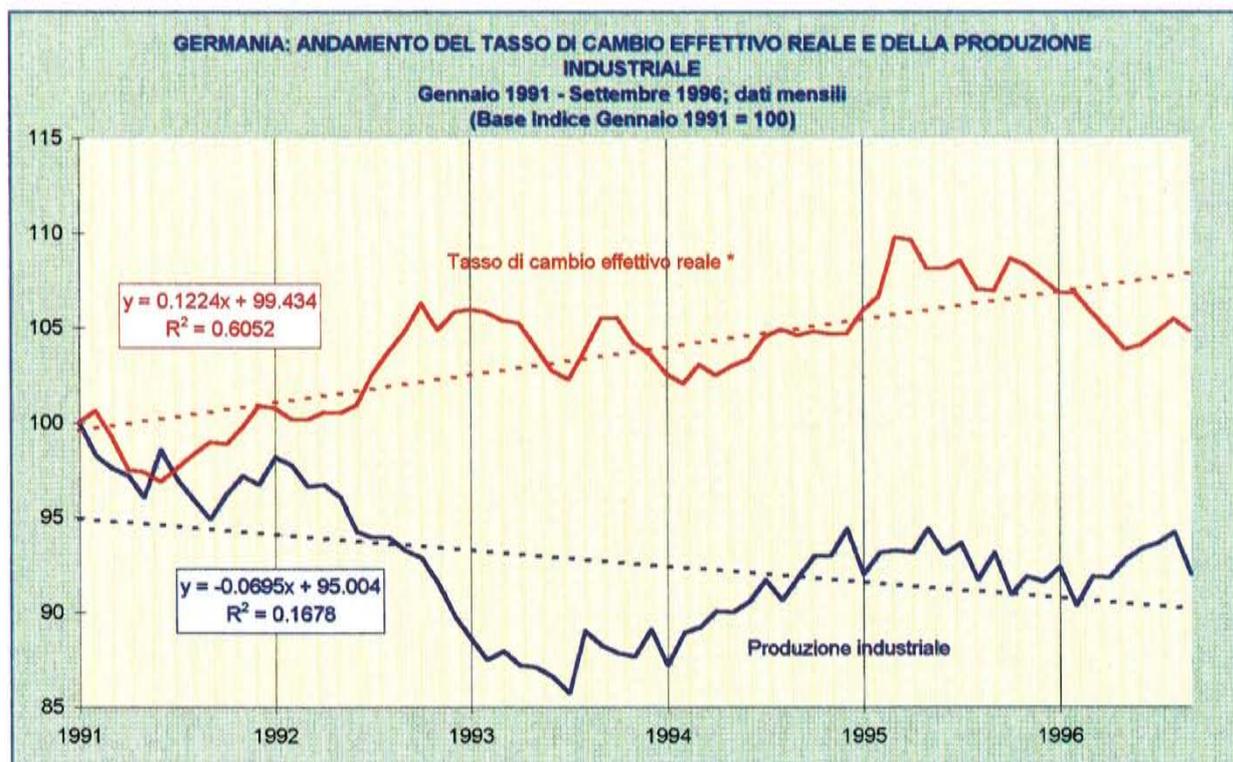
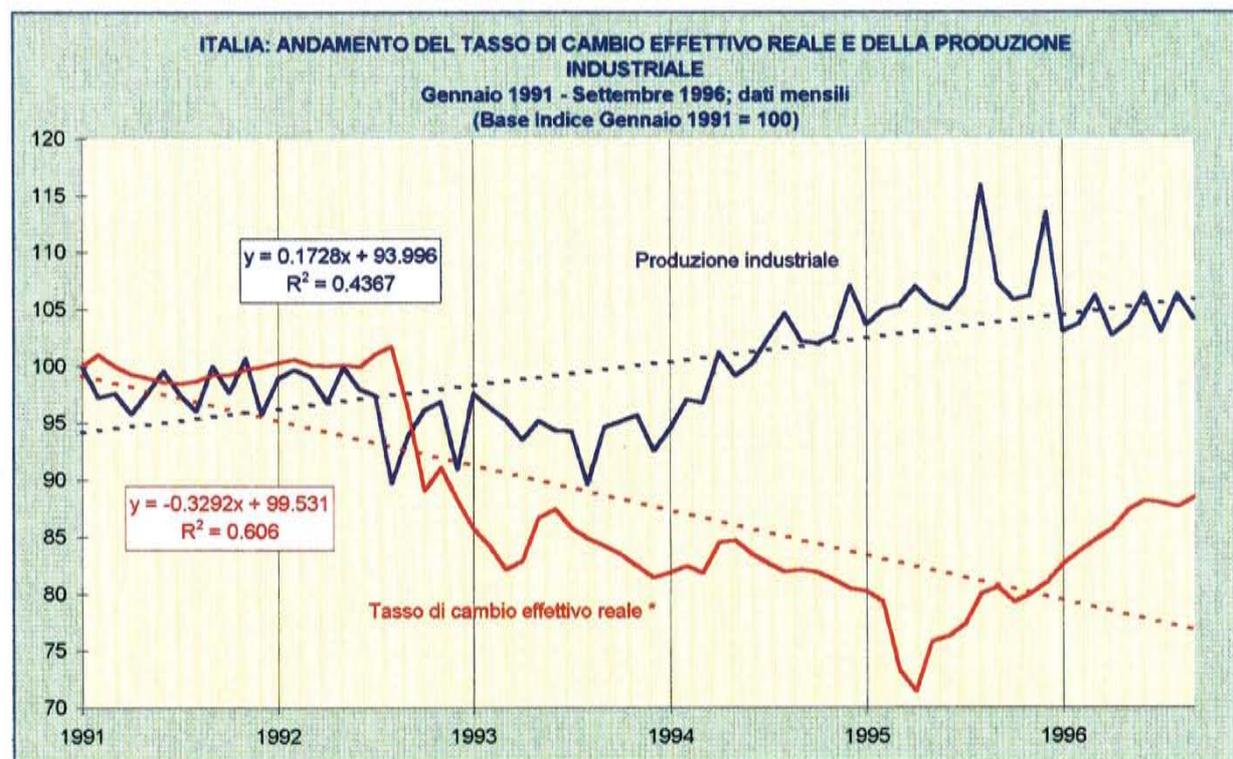
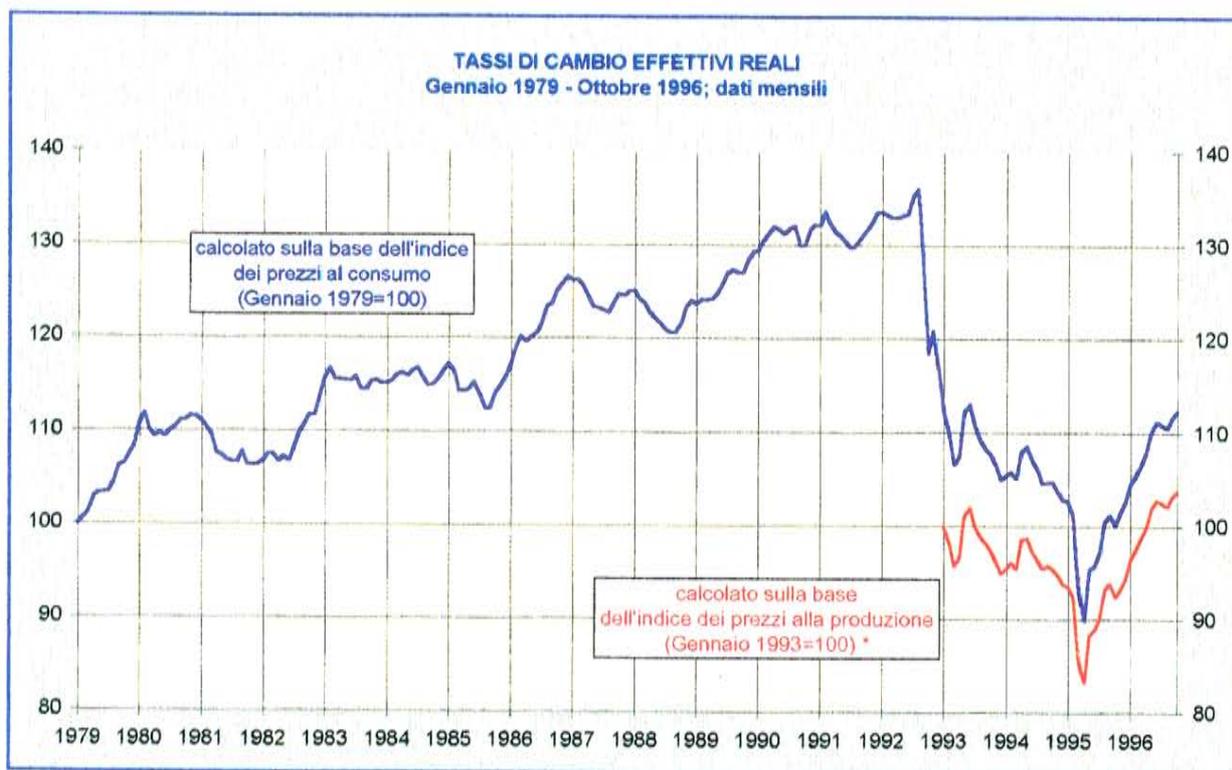


Figura 4



(*) Il dato relativo al mese di settembre '96 è parzialmente stimato.

Figura 5



(*) I dati relativi ai mesi di settembre e ottobre '96 sono parzialmente stimati.