

La politica economica italiana negli anni '80

*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 incidono 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.

