

*Alcune note per un modello di crescita
per l'economia italiana*

Competitività e vincoli valutari
(«Il Tempo», 12 novembre 1985)

La torta petrolifera
(«Il Tempo», 13 febbraio 1986)

Quali scenari per la nostra economia?
(«Il Tempo», 28 febbraio 1986)

Scelte coerenti con gli obiettivi
(«Il Tempo», 7 aprile 1986)

Avvio di circoli virtuosi
(«Il Tempo», 26 aprile 1986)

Tasso di sconto e equilibri in movimento
(«Il Tempo», 26 maggio 1986)

Prezzi e tassi di interesse
(«Il Tempo», 27 gennaio 1987)

La sottile manovra monetaria
(«Il Tempo», 15 marzo 1987)

Competitività e vincoli valutari

Il flusso dei movimenti di capitale a livello mondiale sovrasta oggi nettamente quello delle transazioni mercantili. Il rapporto tra i due tipi di flusso è circa 12 volte a 1: vi sono circa annualmente movimenti di capitale per oltre trentamila miliardi di dollari a fronte di circa 2.504 miliardi di transazioni commerciali.

Ciò spiega tra l'altro come nel breve-medio periodo il cambio del dollaro con le altre valute sia determinato prevalentemente dai flussi di capitale piuttosto che dagli scambi di merci. Tale enorme massa di capitali in parte vaganti genera non pochi problemi.

Se da una parte è auspicabile che il sistema monetario internazionale possa conoscere un quadro di riferimento e di regole che portino ad assetti più stabili, d'altra parte volere opporsi a una maggiore integrazione dei mercati di capitali e a una più stretta connessione tra i flussi di merci e i flussi di capitali è irragionevole anche per le seguenti ragioni:

- a) la linea di demarcazione tra transazioni correnti e i movimenti di capitale è sempre più incerta; basti pensare alle operazioni mascherate e all'ambiguo contenuto di talune voci della bilancia dei pagamenti;
- b) la stessa fisicità degli scambi tende a diventare nei paesi più avanzati una quota sempre più ridotta. Gli scambi di servizi e di software acquistano un peso sempre più rilevante e divengono fatalmente veicolo anche di flussi di capitale;

c) le nuove forme organizzative degli scambi associano strettamente aspetti mercantili e condizioni finanziarie.

Va dato atto che l'Italia da qualche anno, sta gradualmente ma irreversibilmente attuando un processo di deregolamentazione valutaria con una serie di decreti e di circolari. L'aspetto più rilevante di tale svolta è però il disegno di legge di riforma della normativa valutaria, approvato dal Senato, che introduce il principio della libertà delle relazioni economiche internazionali, capovolgendo il precedente principio che tutto era vietato salvo le eccezioni ammesse. Lo ha ricordato il ministro alla conferenza di Genova.

Il processo di liberalizzazione in corso, comporta una maggiore libertà di movimento dei capitali tra le frontiere degli Stati, ma soprattutto è dettato dalla finalità di rendere più competitiva l'economia italiana sui mercati internazionali.

Volere limitare eccessivamente le nuove sinergie tra fattori reali e componenti finanziarie equivale a penalizzare la penetrazione dei prodotti sui mercati esteri e ad avere ripercussioni negative sulle partite correnti della bilancia dei pagamenti.

Ai tradizionali calcoli dei costi comparati dei prodotti, derivanti dalle diverse dotazioni dei fattori produttivi dei diversi paesi, che hanno portato alle attuali divisioni internazionali del lavoro, si è aggiunta oggi la dimensione finanziaria che risulta altrettanto rilevante nel determinare la competitività dei sistemi economici. Disponibilità di finanziamenti a basso tasso di interesse per i prodotti che si esportano, utilizzando le divise più convenienti, con possibilità di attenuare il rischio di cambio e di redistribuire le diverse alee originate dai contratti, sono spesso la carta vincente nelle gare e nelle competizioni internazionali. L'esperienza di penetrazione dei mercati esteri del Giappone, che si fondava originariamente sul basso costo del fattore lavoro, è oggi caratterizzata dall'aggressivo ruolo delle strategie finanziarie dell'industria che si avvale del supporto operativo della banca, ad essa strettamente integrata.

E va dunque respinta la concezione di ispirazione mercantile, che i capitali in uscita impoveriscono il sistema economico, mentre i capitali in entrata lo arricchiscono. Neppure è vali-

da l'equivalenza che esportare capitali equivale esportare posti di lavoro. Vanno piuttosto analizzati i tipi di flusso di capitale e le circostanze che determinano gli spostamenti.

Certamente lo Stato ha il diritto-dovere di difendersi dalle ondate speculative che espongono il sistema economico a brusche variazioni di cambio e accrescono eccessivamente la volatilità dei tassi di interesse. Ma l'esperienza fatta anche con la politica monetaria insegna che i vincoli amministrativi sono operanti solo nel breve periodo. Nel lungo periodo essi sono distorsivi rispetto a un'efficiente allocazione e vengono comunque aggirati, con pregiudizio anche della stessa disponibilità di riserve valutarie.

Parimenti si può osservare che l'unico effetto e tutto negativo della legislazione valutaria penale è quello di rendere irrecuperabili i capitali usciti, anziché favorirne la disponibilità a presidio della stabilità dei cambi e delle possibilità di crescita dell'economia. Il quadro di vincoli amministrativi e sanzioni appare in contrasto con le esigenze di un'economia sempre più interdipendente con gli altri paesi. Il solo vero modo di controllare i movimenti di capitale è la realizzazione di una politica economica non divergente da quella praticata negli altri paesi e di risanamento dell'economia con rientro dall'inflazione e contenimento della spesa pubblica.

Se le condizioni interne non consentono rapidamente l'allineamento della politica economica a quella dei paesi concorrenti, è giocoforza procedere gradualmente nello smantellamento dei vincoli, ma qualche progresso si può ugualmente ottenere con una sostituzione di misure economiche elastiche a regole amministrative rigide. È importante che tale principio si consolidi sempre più nelle scelte di politica economica.

La torta petrolifera

La Legge finanziaria sta giungendo faticosamente al termine del suo iter parlamentare dopo la stentata approvazione del bilancio da parte della Camera; torna ora al Senato per il riesame finale.

Si è proceduto con ritardi e sconfinamenti rispetto alle previsioni di spesa, dimentichi che è tempo di serrare le fila per trarre i vantaggi da un quadro internazionale che sta volgendo insperatamente a nostro vantaggio, pur con i rischi di una situazione altamente instabile. Il dollaro è caduto di oltre il 25% rispetto alle punte del marzo scorso, mentre le quotazioni delle materie prime sui mercati internazionali mantengono un'intonazione riflessiva, cosicché è previsto che nel 1986 i prezzi in lire delle nostre importazioni segneranno una rilevante flessione anziché un cospicuo aumento, come da oltre un decennio eravamo abituati. Inoltre una buona fetta della rendita petrolifera sta per esserci restituita.

La guerra tra i paesi esportatori di petrolio per assicurarsi maggiori sbocchi alla produzione – che divide sia i paesi dell'OPEC sia questi dai paesi non aderenti, come l'Inghilterra e la Norvegia – ha fatto scendere vertiginosamente i prezzi del barile del greggio che è oggi quotato sul mercato a pronti sino a 16 dollari.

La produzione è sovrabbondante rispetto alla domanda e in assenza di un accordo sulle quote di mercato, la tendenza al ribasso sembra inarrestabile. Ma sino a quando e sino a quali limiti? Gravi conseguenze stanno maturando per i paesi produttori di petrolio più indebitati all'estero, come il Messico, la cui situazione finanziaria sta diventando critica con possibili ripercussioni sul sistema bancario internazionale e in particolare sulle banche americane, molto esposte verso tale paese.

La riduzione del prezzo del petrolio, che è un indubbio vantaggio per le economie industrializzate, se spinta eccessivamente, accresce la fragilità del sistema finanziario, crea contraccolpi nel commercio internazionale e potrebbe generare ulteriori motivi di turbamento nel mercato dei cambi.

Al momento tuttavia non possiamo che rallegrarci dei vantaggi che ne trarremo. Ogni dollaro in meno nella quotazione

del barile di greggio determina in un anno un minor costo delle nostre importazioni di circa 1.000 miliardi di lire. Ai livelli attuali delle quotazioni dovremo risparmiare oltre 10mila miliardi rispetto al 1985.

Nel 1986 la nostra bilancia dei pagamenti dovrebbe pertanto riequilibrarsi, se non chiudere in attivo; la nostra inflazione potrebbe scendere fino al 6% e persino la finanza pubblica potrebbe in parte essere controllata.

Bisogna però gestire correttamente la politica economica, effettuando scelte importanti per il presente e per il nostro futuro:

- 1) Dato che il vincolo esterno è temporaneamente allentato, conviene accelerare congiunturalmente il tasso di crescita del reddito sostenendo la domanda, oppure è meglio curare le debolezze strutturali dell'economia e rafforzarsi in vista di una più elevata crescita di medio periodo?
- 2) È opportuno istituire un'imposta compensativa sul petrolio tale da mantenere invariato il prezzo sul mercato interno, in modo da incentivare il risparmio energetico e la produzione di fonti alternative, oppure è meglio far beneficiare l'industria e il consumatore delle riduzioni del costo?
- 3) L'eventuale imposta compensativa, come deve essere utilizzata? Per ridurre il fabbisogno del Tesoro di quest'anno? Per rendere meno aspre certe misure della finanziaria, oppure per incentivare gli investimenti e le esportazioni?

Sono scelte strategiche da cui dipende il nostro sentiero di sviluppo. Occorre in ogni caso avere presente che la rendita petrolifera non può essere utilizzata interamente in più modi. In altre parole, se si istituisce un'imposta compensativa sul petrolio pari alla rendita che ci è restituita, il beneficio sull'inflazione sarà nullo. Viceversa se si destina la rendita a una diminuzione dei costi per le imprese e per il consumatore, più agevole sarà l'obiettivo di riduzione dell'inflazione, ma nullo sarà il contributo diretto al contenimento del deficit pubblico. Infine se la rendita petrolifera viene destinata al sostegno della domanda, crescerà il prodotto interno lordo ma incerta è l'evoluzione del tasso d'inflazione.

Le scelte non sono neutrali e vi è dunque il rischio che si mettano in moto pericolosi conflitti sul piano distributivo. Il

peggio sarebbe che la torta da spartire finisse in briciole lasciando la nostra economia, dopo un lieve sollievo, con gli stessi problemi di prima. I miracoli vanno meritati e non sembra per ora che si stiano facendo sforzi per propiziarci gli eventi favorevoli.

Quali scenari per la nostra economia?

Le previsioni concordano nel disegnare un 1986 abbastanza soddisfacente per la crescita del prodotto interno lordo che si collocherebbe tra il 2,5 e il 3%, per il riequilibrio della bilancia dei pagamenti che diventerebbe attiva per circa 5-9.000 miliardi, nonché per la riduzione dell'inflazione al 6% e forse anche un po' meno.

I risultati saranno tuttavia più o meno felici in relazione alle nostre scelte di politica economica; in primo luogo dipenderanno da come distribuiremo i benefici della riduzione del costo del petrolio che dovrebbe apportare alla nostra economia un vantaggio calcolabile tra i 10 e i 15.000 miliardi di lire.

Quali sono i possibili scenari che discendono da diverse distribuzioni della "torta petrolifera"? Quali gli effetti sull'inflazione, sulla finanza pubblica, sul tasso di crescita dell'economia? Prima di addentrarci nella discussione dei diversi casi, dobbiamo sottolineare che data la consistenza del debito pubblico, oggi una riduzione del tasso di interesse di mezzo punto sui titoli di Stato apporta benefici alla finanza pubblica pari alla fiscalizzazione di oltre cento lire del prezzo della benzina. Poiché la riduzione dei tassi di interesse procede parallelamente alla riduzione dell'inflazione, appare conveniente puntare direttamente alla riduzione dei prezzi piuttosto che agire indirettamente fiscalizzando i vantaggi derivanti dalla riduzione del costo del petrolio. I prodotti energetici entrano con un peso elevato nell'indice dei prezzi al consumo: sembra dunque bene lasciar fare al mercato che si muove nel senso di una riduzione dei prezzi di tali prodotti.

Ciò premesso, possiamo tracciare le seguenti alternative di politica economica: primo scenario – il beneficio della riduzione del costo del petrolio viene attribuito al mercato che trasferisce i minori costi delle importazioni in corrispondenti ribassi di prezzo dei prodotti.

Si discute se: a) solo le imprese devono beneficiare della riduzione dei costi, mentre i consumatori vengono esclusi dai benefici diretti, attraverso un'imposta compensativa che lasci immutato d'ora in avanti il prezzo della benzina; b) anche i consu-

matori beneficiano direttamente di ogni riduzione dei prezzi dell'energia attraverso ribassi della benzina, del gasolio per riscaldamento, del cherosene ecc. In quest'ultimo caso non vi sono effetti diretti di riduzione del deficit pubblico, ma notevoli effetti positivi sull'inflazione. Vi è l'effetto indiretto sulla finanza pubblica della discesa dei tassi di interesse.

Secondo scenario – il vantaggio viene attribuito al mercato che tuttavia non trasferisce la riduzione di costi al consumatore finale, sia perché amplia i margini di profitto, sia perché, ipotesi ancor meno favorevole, vengono aumentati i salari. L'inflazione ribasserà meno del previsto, ma forse i maggiori profitti potranno stimolare investimenti addizionali.

Terzo scenario – il vantaggio viene acquisito alle casse dello Stato a) direttamente, istituendo imposte compensative che lascino immutati i prezzi dei prodotti petroliferi; b) indirettamente, attraverso minori trasferimenti alle imprese – ad esempio riducendo la fiscalizzazione degli oneri sociali alle imprese –.

Vi sono vantaggi per la finanza pubblica e per la politica di energy saving, ma nessun effetto sull'inflazione che potrebbe anzi essere rilanciata dalla minore competitività delle imprese sull'estero, con caduta dell'esportazione e conseguente svalutazione del cambio. Il mancato rinnovo della fiscalizzazione degli oneri sociali produrrebbe inoltre forti distorsioni perché le imprese che importano non coincidono con quelle che esportano e, se i vantaggi non sono trasferiti a valle, le imprese esportatrici subirebbero una forte penalizzazione. Lo scenario non è positivo.

Quarto scenario – identico al precedente ma con destinazione della riduzione di spesa pubblica o delle maggiori entrate fiscali ad investimenti strutturali. Non muta la finanza pubblica, ma vi è uno stimolo espansivo ed effetti di lungo periodo. Il deterioramento a breve termine delle esportazioni, consiglia un utilizzo eventuale solo parziale di tale scenario.

Come conclusione, il primo scenario è il più favorevole, ma è difficile che si realizzi integralmente perché una parte dei benefici amplierà i margini delle imprese o ancora peggio accrescerà i costi di produzione.

Un mix di scenario uno e di scenario due potrebbe essere soddisfacente se la politica dei redditi e di sorveglianza dei prezzi è adeguata e se vi saranno maggiori investimenti. Lo scenario tre è il peggiore. Lo scenario quattro andrebbe utilizzato parzialmente in vista di una strategia di lungo periodo.

Scelte coerenti con gli obiettivi

Dopo il complesso negoziato per il riallineamento delle parità tra i cambi delle monete dello SME, l'Europa sembra destinata ad una crescita più equilibrata e più vivace. Le nostre autorità hanno compiuto delle scelte positive per il nostro paese. Sarebbe tuttavia affrettato concludere che l'apprezzamento del marco rispetto alla lira e la nuova griglia di parità migliorino ulteriormente per la nostra economia il favorevole quadro internazionale caratterizzato dal ribasso del prezzo del petrolio e dal dollaro meno caro. Per un giudizio consapevole occorrono altri elementi quali la conoscenza delle reazioni dei nostri operatori a tali mutamenti e se la rivalutazione del marco nello SME sarà seguita o meno da un analogo apprezzamento sul dollaro.

Per valutare meglio gli accadimenti di questo fine settimana giova osservare che dal marzo 1983 le parità tra le valute dello SME erano rimaste invariate fatta eccezione per l'aggiustamento della lira del 22 luglio 1985 che si deprezzava di circa un 8% rispetto alle altre monete. Abbiamo quindi avuto tre anni di sostanziale stabilità dei cambi nello SME, grazie anche all'ascesa del dollaro fino a metà 1985, che schiacciava il marco su valori anormalmente bassi impedendo la formazione di tensioni tra le valute europee.

Miracolosamente il sistema aveva tenuto anche nel periodo più recente quando il dollaro precipitava e il marco riprendeva quota dopo l'accordo del settembre scorso tra i cinque maggiori paesi industrializzati per ristabilire quotazioni più realistiche nei mercati dei cambi e frenare così l'onda montante del protezionismo invocato da ampi settori dell'economia americana. Ma il differenziale inflazionistico tra Francia e Germania maturato in questo triennio aveva portato ad una cospicua perdita di competitività delle merci francesi sui mercati europei, non più sostenibile.

La Francia aveva bensì compiuto nello stesso arco di tempo notevoli progressi, riducendo l'inflazione e riequilibrando la bilancia dei pagamenti, ma tutto ciò a prezzo di una politica di rigoroso contenimento della domanda interna, che rovesciava completamente l'iniziale politica espansiva del governo socialista.

La riduzione del prezzo del petrolio rafforzava ulteriormente nei primi mesi di quest'anno i progressi compiuti sul fronte dell'inflazione e della bilancia dei pagamenti, ma le prospettive di più lungo periodo rimanevano incerte per la scarsa capacità di penetrazione delle merci francesi sui mercati esteri a causa della sopravvalutazione del cambio.

La scadenza elettorale francese veniva indicata come l'appuntamento per un probabile riallineamento delle parità in relazione al cambiamento di governo che infatti, dopo alcune incertezze, trascorsi quindici giorni dall'esito elettorale, ha rotto gli indugi, puntando, attraverso un deprezzamento del franco, ad una riconquista di quote di mercato nel commercio internazionale e ad una crescita interna meno frenata dal vincolo esterno. La spinta al deprezzamento del franco è però venuta anche dagli interessi dell'agricoltura, sempre meno in grado di reggere la concorrenza dei vicini tedeschi e olandesi.

Mentre la Francia si dibatteva tra grosse difficoltà per annullare il deficit della bilancia dei pagamenti, la Germania è andata accumulando nel decorso triennio un surplus nei conti con l'estero sempre più elevato e che crescerà ancora notevolmente come conseguenza del controshock petrolifero. Nell'interesse di un più equilibrato funzionamento del sistema internazionale il riallineamento delle parità doveva dunque aver luogo su due fronti, con una rivalutazione del marco che ha trascinato con sé al rialzo il fiorino olandese e con una svalutazione del franco.

Quali le conseguenze per l'Italia di questa operazione? Per la nostra economia vi sarà il vantaggio di una maggiore competitività delle nostre merci in quei paesi europei in cui eravamo più a disagio nello sforzo di mantenere le quote di mercato. In sé tuttavia, l'apprezzamento di marco e fiorino rispetto alla lira è tale da neutralizzare solo parzialmente l'ulteriore perdita di competitività per il differenziale d'inflazione che accuseremo quest'anno; ma esso avviene dopo che la lira a luglio del 1985 aveva già conseguito un vantaggio più rilevante di quello odierno. Risulta pertanto sopportabile anche la penalizzazione rispetto al franco francese che non abbiamo seguito sulla strada del deprezzamento. Bene hanno fatto le nostre autorità a procedere cautamente nel riallineamento dei

cambi per evitare di reinnescare aspettative sfavorevoli sulla dinamica dei prezzi.

Il riallineamento dei cambi consentirebbe una riduzione più rapida dei tassi di interesse perché vengono meno le esigenze di presidio delle riserve valutarie contro eventuali speculazioni, ma d'altro lato occorre evitare che un loro moto accelerato verso il basso in tempi troppo brevi, crei il terreno favorevole a spinte inflazionistiche che brucerebbero rapidamente i vantaggi di competitività ottenuti con la manovra dei cambi. Vi è infatti il pericolo che il processo di riduzione dell'inflazione sia meno rapido del previsto per la tentazione degli operatori di approfittare del riallineamento dei cambi per un aggiustamento anche dei prezzi o più semplicemente per interromperne la discesa.

Inoltre se il marco non dovesse apprezzarsi di nuovo sul dollaro, pagheremmo di più anche le fatture in dollari perché il nostro deprezzamento sul marco ne comporterebbe uno equivalente sul dollaro: ciò potrebbe ridurre in parte dal lato dei costi i vantaggi del favorevole quadro internazionale.

Per scongiurare l'eventualità che il processo di riduzione dell'inflazione si riveli a fine anno ancora una volta deludente è necessaria, più di prima, una politica economica rigorosa che non consenta facili travasi in maggiori margini di profitto o in maggiori salari degli spazi che si sono aperti con la modifica del cambio. Se le nostre autorità riusciranno a mantenere la disciplina nei mercati dei beni e dei fattori produttivi, esiste la possibilità di una crescita dell'economia più sostenuta e più stabile anche rispetto ai più recenti calcoli, in quanto i maggiori stimoli all'esportazione verso l'Europa compenseranno la prevista caduta delle vendite verso gli USA e l'OPEC.

La riduzione del tasso ufficiale di sconto di un punto, dal 14 al 13%, che segue di un mese un'analoga riduzione dal 15 al 14%, non coglie di sorpresa chi ha seguito i più recenti cambiamenti intervenuti nei mercati monetari internazionali. Ma vi sono anche numerose ragioni interne che spiegano la discesa del costo del denaro.

Quanto ai fattori esterni basterà rammentare che il tasso di sconto degli USA è sceso una settimana fa dal 7 al 6,5% e quello del Giappone è parimenti ribassato dal 4 al 3,5% raggiungendo il livello del tasso di sconto tedesco.

La Francia e l'Inghilterra, dopo il riallineamento delle parità nello SME, avevano ribassato di mezzo punto rispettivamente il tasso di intervento sul mercato monetario e il tasso base.

Si tenga presente che dopo il riallineamento, le attese di deprezzamento del cambio della nostra moneta sono state completamente cancellate. La bilancia dei pagamenti dal canto suo mostra miglioramenti che si intensificheranno nei prossimi mesi.

Non vi era dunque più alcun motivo di difendere la nostra moneta con tassi di interesse interni così elevati rispetto a quelli vigenti sui mercati esteri. L'abolizione dei provvedimenti valutari presi a gennaio doveva essere seguita da un aggiustamento anche nel costo del denaro.

Dopo la riduzione dell'inflazione misurata dall'indice del costo della vita che è scesa al 6,6% ad aprile e gli ancora più vistosi progressi nei prezzi all'ingrosso il cui tasso tendenziale è sceso al 2,5%, i nostri tassi di interesse in termini reali sia bancari che sui titoli di stato erano divenuti infatti troppo elevati non solo in assoluto ma anche comparativamente con gli altri paesi e richiedevamo dunque una correzione.

Altre condizioni interne suggerivano un rafforzamento della tendenza discendente del costo del denaro: la dinamica degli impieghi bancari in lire nei primi quattro mesi del 1986 è stata molto contenuta e tale da rendere non stringente il massimale imposto dai provvedimenti del 16 gennaio.

Così, pur in presenza di un vincolo all'espansione degli impieghi, le banche praticavano già in molti casi condizioni di pre-

stato migliori del prime rate. Nonostante i depositi siano fortemente diminuiti nel primo trimestre sia per fattori stagionali sia a causa della disintermediazione prodotta dall'espansione accelerata dei fondi di investimento, le condizioni di liquidità delle banche, piuttosto tese sino ad aprile, si sono successivamente normalizzate e permettono ora un adeguamento dei tassi bancari all'orientamento espresso dalle autorità.

L'indicazione di una riduzione del costo del denaro appare rafforzata dalla scelta del Tesoro di diminuire di un punto e mezzo la cedola dei Buoni del Tesoro poliennali (BTP) di nuova emissione; essa scende infatti al 10,5%.

Le previsioni di un'ulteriore discesa dell'inflazione cui si adegueranno le cedole dei titoli delle future emissioni, rendono comunque appetibile la sottoscrizione dei buoni a reddito fisso perché il risparmiatore godrà anche dei guadagni in conto capitale derivanti da quotazioni di borsa crescenti man mano che i tassi di mercato scenderanno.

I risultati già positivi dell'asta di aprile dei BOT saranno sicuramente migliorati da quella di maggio, che vedrà in scadenza una quantità di titoli minore di quella dei mesi precedenti per cui è facile presumere un eccesso di domanda sull'offerta.

Sembra dunque aver inizio un movimento più deciso di riduzione del costo del denaro che porterà sensibili benefici alle imprese e alla finanza pubblica ma anche al risparmiatore che sappia cogliere le opportunità offerte da una tendenza di lungo periodo nella diminuzione dei tassi.

La prudenza sin qui adottata dalle autorità monetarie risulta ora premiata dall'avvio di circoli virtuosi che potrebbero portare la nostra economia, infranto lo zoccolo duro dell'inflazione, a sciogliere i tradizionali vincoli strutturali.

Per tre volte dal 21 marzo a cadenza mensile, il tasso ufficiale di sconto è ribassato di un punto portandosi al 12%. Quali gli effetti di questa incisiva manovra per le imprese, per il risparmiatore, per le banche? Il livello ora raggiunto dal costo del denaro può considerarsi corretto in relazione alle condizioni interne ed esterne dell'economia, o è da ritenersi ancora elevato?

Per le imprese la riduzione del costo del denaro dall'inizio dell'anno non è pari a tre punti, tenendo conto della gobba formata nei tassi nei primi mesi del 1986 a seguito della manovra restrittiva decisa dalle autorità monetarie per bloccare la speculazione sulla lira. Ma in ogni caso dato che gli impieghi bancari alle imprese industriali ammontavano a fine 1985 ad oltre 120.000 miliardi e che i prestiti degli istituti di credito speciale sono in parte a tassi variabili, si può calcolare che ogni punto di riduzione del costo del denaro equivalga ad un miglioramento del cash-flow delle imprese industriali di 1.500-2.000 miliardi.

Tale constatazione positiva va mitigata dalla considerazione che ciò che conta per le imprese non è solo il costo del denaro in termini nominali, ma anche e soprattutto il costo in termini reali: e sotto questa prospettiva la situazione delle imprese dall'inizio dell'anno appare peggiorata e si ristabilirà solo se l'ultima riduzione del tasso di sconto si tradurrà in una corrispondente diminuzione del tasso sui prestiti.

Per il risparmiatore il rapido calo delle cedole dei titoli di Stato che sono state portate al 10,5% per i BTP, e dei rendimenti sui CCT che scendono di un punto per quelli decennali rispetto all'ultima emissione, equivale ad una sostanziale decurtazione del reddito nominale, ma in termini reali la situazione non comporta sacrifici. Non solo: la tendenza alla riduzione dei tassi di interesse produce guadagni in conto capitale sui titoli a reddito fisso e incentiva l'investimento a più lunga scadenza dove maggiore è il vantaggio per il risparmiatore che sappia abilmente sfruttare le opportunità offerte dalla discesa dei rendimenti.

Le banche appaiono meno favorite. È difficile per loro ridurre la remunerazione dei depositi in parallelo alla riduzione

del tasso ufficiale di sconto, data la forte disintermediazione subita a causa della concorrenza su due fronti: quella dei titoli di Stato e quella dello sviluppo dirimpante dei fondi di investimento, mentre si profilano ulteriori forme di concorrenza da parte di nuovi intermediari finanziari.

I depositi sono fortemente diminuiti in valore assoluto dall'inizio dell'anno per fattori stagionali, ma anche depurando i dati dalla componente stagionale, la loro crescita rapportata ad anno, è stata di solo il 3,9% nel primo trimestre: negativa in termini reali. È certo che per le banche siamo all'inizio di una difficile fase di trasformazione strutturale che vedrà ridimensionata la loro funzione tradizionale, ma per il momento la gestione del denaro è ancora fondamentale.

La riduzione dei tassi sui prestiti delle banche comporterà verosimilmente una restrizione del ventaglio tra tassi attivi e tassi passivi e quindi qualche maggiore difficoltà. Ma va anche osservato che più si riduce il costo del denaro, minore diventa la penalizzazione della riserva obbligatoria che viene remunerata a tasso costante. Le banche hanno quindi qualche margine di manovra e va osservato che tenderanno a diminuire i vantaggi con più mezzi propri, data la minor incidenza negativa delle riserve obbligatorie: la concorrenza sarà quindi più equilibrata e i risultati rifletteranno maggiormente l'efficienza delle gestioni delle diverse banche, essendo meno influenzati dai vantaggi iniziali di cui dispongono le banche più capitalizzate.

Siamo ora in grado di dare una risposta al quesito se il livello raggiunto dal costo del denaro sia corretto in relazione alle condizioni esterne ed interne della nostra economia.

Possiamo osservare che con la nuova riduzione del tasso di sconto, i nostri tassi di interesse si aggiusteranno in termini reali a quelli praticati internazionalmente; ma data la previsione di stabilità dei cambi, il differenziale tra i tassi nominali d'interesse interni ed esteri renderà ancora conveniente per i nostri operatori alcune forme di indebitamento in valuta a breve termine.

L'andamento della bilancia dei pagamenti fortemente positiva ad aprile, ha reso evidente che il livello dei nostri tassi di interesse non è attualmente influenzato da preoccupazioni per la difesa dell'equilibrio esterno.

Sul piano interno possiamo osservare che l'inflazione misurata dall'indice del costo della vita è scesa di 2,3 punti dall'inizio dell'anno, mentre molto più veloce è stata la discesa dei prezzi all'ingrosso. La riduzione di tre punti del tasso ufficiale di sconto appare dunque in linea con la caduta dell'inflazione. Qualcuno potrebbe osservare che nel 1978 il tasso di sconto scese al 10,5% quando l'inflazione si collocava ancora intorno al 12%.

Si risponde che gli anni '80 hanno visto un netto cambiamento in tutto il mondo nella politica dei tassi di interesse rispetto alle condizioni generate dal comportamento delle autorità monetarie negli anni '70: a tali condizioni sono in parte imputabili lo scarso controllo dell'inflazione in tale periodo e la ribellione del risparmio che si volse verso i beni rifugio.

Oggi inoltre la gestione di un enorme debito pubblico che è andato accumulandosi nel tempo e l'ingente deficit del settore statale consigliano di non forzare troppo i tempi nell'abbattere i rendimenti. Certamente potremo compiere altra strada nei prossimi mesi, quando la gestione del debito pubblico diventerà più agevole e quando più evidenti appariranno i progressi della nostra economia.

Le due domande che operatori economici e famiglie si pongono oggi, cercando di interpretare i segnali dell'economia, sono principalmente quelle che riguardano le tendenze dei prezzi e dei tassi di interesse.

Ha riaccesso gli interrogativi il rimbalzo dei prezzi al consumo a gennaio che segnala una crescita di circa lo 0,8% rispetto a dicembre e che ha spostato l'indice tendenziale del costo della vita dal 4,3 al 4,6%, invertendo una tendenza che durava da un anno.

Si può subito osservare che l'indicazione di gennaio è tradizionalmente affetta da una stagionalità negativa e quindi i dati dei prossimi mesi miglioreranno, anche perché sull'indice del primo mese del 1987 hanno inciso eventi straordinari come taluni aumenti tariffari e gli effetti del rincaro del petrolio. Si è trattato di un segnale di allarme che per ora non modifica le tendenze in corso che prevedono una ripresa del movimento discendente dei prezzi al consumo già dal prossimo mese.

Non dobbiamo nasconderci che appare difficile che il momento magico possa continuare a lungo; ma non è logico attribuire la causa di un'eventuale ripresa dell'inflazione a ciò che si è verificato nel mercato dei cambi, perché il lieve deprezzamento della lira nei confronti del marco è stato più che compensato dalla dinamica discendente del dollaro.

Un primo elemento negativo, che modificherà il quadro, va individuato nel fatto che è prevedibile una netta risalita dell'indice tendenziale dei prezzi all'ingrosso a partire da febbraio-marzo e una contemporanea, rapida restrizione della forbice tra prezzi all'ingrosso e prezzi al minuto nel corso di pochi mesi. Tale previsione è molto attendibile se si tiene presente che l'anno scorso i prezzi all'ingrosso a partire da febbraio mostrarono una variazione negativa ogni mese sul mese precedente, per oltre un semestre. Quest'anno invece, dato che il costo del petrolio continua a segnare qualche aumento e dato che gran parte della caduta attesa del cambio del dollaro sembra essersi già realizzata, le variazioni mensili dei prezzi all'ingrosso a partire da febbraio o al più da marzo, non potranno che essere positive. Esse incor-

poreranno anche i primi effetti della stagione contrattuale che, benché contenuta, segna tuttavia una dinamica dei costi superiore a quella coerente con il tasso programmato di inflazione.

L'indice tendenziale, essendo basato su confronti con i dati di un anno prima che mostravano variazioni negative, rivelerà dunque una netta accelerazione al rialzo. Va detto tuttavia che gli indicatori statistici dei prezzi all'ingrosso di febbraio-marzo non saranno disponibili che ad aprile-maggio, cosicché il loro andamento sarà recepito con ritardo sulle aspettative. È probabile che il progressivo richiudersi della forbice tra prezzi al minuto e prezzi all'ingrosso e il venir meno di fattori di ribasso dei prezzi internazionali, possano produrre un'inversione nelle tendenze dell'indice del costo della vita nel secondo semestre dell'anno e riportino in evidenza i fattori interni di spinta sui prezzi, che non appaiono ancora assopiti. Benché non siano prevedibili pericolosi ritorni dell'inflazione, soprattutto se le negoziazioni salariali si concluderanno bene e il disavanzo pubblico rimarrà sotto controllo, il pavimento dell'inflazione intorno al 4%, che raggiungeremo nei prossimi mesi, sarà difficile da conservare. Che dire dell'andamento dei tassi d'interesse? A livello internazionale le attese sono per una loro discesa nei prossimi mesi.

Negli USA l'intonazione contenuta della crescita del reddito nel quarto trimestre 1986 e le previsioni avanzate per il primo semestre 1987, lasciano ritenere che le autorità monetarie per ora non dovrebbero prendere misure restrittive di politica monetaria, ma anzi dovrebbero diminuire ulteriormente il costo del denaro per sostenere la domanda aggregata.

In Germania si è proceduto ad una riduzione del tasso di sconto dal 3,5 al 3%, anche se d'altro lato, il denaro è stato reso più scarso, essendo cresciuti gli obblighi di riserva obbligatoria delle banche ed essendo diminuito il portafoglio ammesso al risconto. Tale manovra è stata accompagnata da parallele riduzioni del tasso di sconto in Austria, Olanda e Svizzera. Si attendono misure dal Giappone per frenare l'apprezzamento dello yen.

In Italia riteniamo che presto i tassi d'interesse ribasseranno anche per eliminare l'aumento in termini reali del costo del denaro che si è verificato a novembre e a dicembre 1986, quando l'inflazione è scesa dal 5,1 al 4,3 mentre i tassi d'interesse ri-

manevano quasi immutati. Le previsioni sui prezzi per i prossimi mesi consentono la riduzione.

Per ora si è preferito attendere a causa della tempesta valutaria che ha portato a un riallineamento delle parità delle valute nello SME e perché la dinamica degli impieghi bancari procedeva a un ritmo nettamente superiore a quello ritenuto coerente con gli obiettivi delle autorità monetarie.

L'accelerazione degli impieghi bancari sembra sia stata dovuta a diverse cause tra cui la diffusione di operazioni finanziarie collegate all'ingente volume di nuove emissioni azionarie che si sono avute nel 1986 e la possibilità per le banche di effettuare un volume maggiore di accantonamenti ai fondi rischi in esenzione fiscale.

Le indicazioni più recenti segnalano un rientro verso la normalità della dinamica degli impieghi e pertanto, dopo le ultime misure dei paesi europei, si è allargato lo spazio di manovra delle nostre autorità per procedere ad una riduzione dei tassi.

Tuttavia l'orizzonte per un ribasso appare limitato al primo semestre. Negli USA, infatti, lo scenario più probabile per la seconda parte dell'anno appare quello di un rialzo dei tassi nominali di interesse a causa del riaccendersi di tensioni inflazionistiche dovute al maggior costo del petrolio, al deprezzamento del dollaro e, forse, al maggior ritmo di crescita dell'economia. Anche se i tassi d'interesse in termini reali non dovessero salire, l'aumento di quelli nominali è sufficiente per propagare impulsi al rialzo ai rendimenti sulle attività finanziarie del mercato internazionale.

Quanto già detto sull'evoluzione dei prezzi in Italia e l'appuntamento ad ottobre con la più elevata aliquota di tassazione sui titoli di stato – dal 6,25 al 12,50% – lasciano presumere che anche da noi si verificherà un tracciato a parabola dei tassi d'interesse.

Il provvedimento di riduzione del tasso ufficiale di sconto dal 12 all'11,5% deciso dal nostro Ministro del Tesoro, più che alle misure prese in tempi recenti da Inghilterra, Francia e Belgio, che pure hanno ridotto i loro tassi ufficiali di riferimento, dopo averli innalzati a fine 1986, assomiglia alla logica seguita dalla Bundesbank poco prima delle elezioni di gennaio in Germania: rendere meno caro il denaro, ma renderlo meno abbondante, scoraggiando gli afflussi di capitale dall'estero.

Basterà ricordare che la Banca Centrale tedesca aveva ridotto il tasso ufficiale di sconto dal 3,5 al 3%, ma contemporaneamente, giudicando che la qualità di moneta cresceva a ritmi superiori a quelli programmati, aveva elevato il coefficiente di riserva obbligatoria sulla raccolta per ricondurre la dinamica di tale aggregato entro limiti accettabili. La riduzione dei tassi d'interesse mirava più che a rilanciare la domanda interna a scoraggiare l'afflusso di moneta dall'estero, che si spostava dal dollaro al marco, creando turbolenze nel mercato dei cambi anche dopo la revisione delle parità delle valute dello SME.

Anche nel caso italiano alla riduzione del tasso di sconto si accompagna l'introduzione a carico delle banche di un coefficiente di riserva obbligatoria del 25% sull'incremento della raccolta in valuta che non sia reimpiegata all'estero o ceduta ad aziende di credito corrispondenti.

Ufficialmente si afferma che la misura serve in primo luogo ad armonizzare le condizioni di raccolta in lire e in valuta, ma il vero obiettivo del provvedimento è quello di porre un argine al fiume di denaro che proviene dall'estero, attirato dal cospicuo differenziale di interessi a nostro favore.

Dopo il recente riallineamento nello SME, nessuno si attende più un deprezzamento del cambio della lira, cosicché per gli operatori è molto più conveniente indebitarsi all'estero, dove i tassi sono bassi, piuttosto che all'interno dove i tassi mantengono livelli elevati soprattutto se considerati in termini nominali.

Il positivo andamento della nostra bilancia dei pagamenti e la riduzione del tasso di inflazione tendenziale al 4,2%, contri-

buiscono a rafforzare la fiducia nella nostra moneta. Le autorità monetarie sono però preoccupate dalla dinamica degli impieghi bancari che eccede largamente quella considerata auspicabile e che viene sostanzialmente alimentata dagli impieghi in valuta, col doppio risultato di rendere eccessiva l'espansione creditizia e di rendere difficile il controllo della base monetaria creata dal canale estero.

Banca d'Italia teme che i troppi impieghi bancari rispetto al ritmo di crescita dell'economia, possano alimentare operazioni speculative o comunque creare bolle di liquidità che prima o poi si tradurranno in spinte inflazionistiche. Riscuote però consensi presso le autorità monetarie anche una spiegazione meno pessimistica del fenomeno, che attribuisce una parte cospicua della crescita dei prestiti ad operazioni di prefinanziamento dei numerosi aumenti di capitale in corso, cosicché i primi dovrebbero rientrare fisiologicamente nella norma una volta raggiunti gli obiettivi; inoltre l'accresciuta complessità finanziaria dell'economia richiederebbe un'estensione del credito rispetto ai dati del passato. Infine è un'esperienza generalizzata a diversi paesi che la riduzione dell'inflazione tende a fare diminuire la velocità di circolazione della moneta e quindi accresce il fabbisogno di tale strumento finanziario. Va peraltro precisato che per ora la crescita dei depositi bancari è ancora limitata.

Per le considerazioni esposte, le nostre autorità si sono ben guardate dall'inasprire il costo del denaro, ciò che tra l'altro sarebbe stato un provvedimento contraddittorio con la necessità di arrestare i flussi di moneta dall'estero; ma non hanno allentato la guardia sui flussi creditizi in relazione anche alla delicata situazione politica del momento.

L'aver dato un segnale di riduzione del costo del denaro prende atto delle tendenze del mercato e può rendere più agevole il finanziamento del disavanzo pubblico che, paradossalmente, negli ultimi tempi, nonostante l'afflusso di moneta dall'estero, aveva incontrato qualche difficoltà. È giusta tuttavia l'interpretazione degli industriali che i provvedimenti adottati, utili sotto il profilo finanziario, daranno un contributo limitato all'espansione dell'economia.

In conclusione, l'azione delle banche centrali diviene sempre più sottile. Riescono a ridurre il costo del denaro, rendendo più scarsa la moneta: un obiettivo che un tempo appariva contraddittorio nei termini.

