

La creazione di un assetto istituzionale per la stabilità monetaria: il caso italiano (1979-1994)*

FRANCO PASSACANTANDO

1. Introduzione

Un regime di politica monetaria può essere definito come l'insieme delle regole e delle istituzioni che condizionano le aspettative del pubblico circa il valore futuro della moneta e assicurano che il comportamento delle autorità sostenga tali aspettative (cfr. Leijonhufvud 1984). Gli attuali regimi di politica monetaria si differenziano a seconda del grado di indipendenza della banca centrale e dell'ancora nominale usata per determinare il livello dei prezzi.

Rispetto a entrambi questi aspetti, l'esperienza italiana è stata caratterizzata da rilevanti sviluppi nel corso degli ultimi quindici anni. Un insieme di riforme ha rafforzato l'indipendenza della banca centrale dal governo pur in un contesto sfavorevole, caratterizzato dalla forte e costante crescita del debito pubblico. Mentre per la maggior parte del periodo di riferimento l'ancora nominale è stata fornita dal valore della lira all'interno degli Accordi Europei di Cambio (AEC), da quando si è interrotta la partecipazione a questi ultimi, nel settembre del 1992, la politica monetaria segue una regola di crescita monetaria coerente con obiettivi di inflazione definiti dal governo.

□ Banca d'Italia, Servizio Studi, Roma.

* Ringrazio I. Angeloni, L. Buttiglione, P. Casavola, E. Gaiotti, F. Lippi, M. Magnani, G. Pittaluga, V. Sannucci, G. Tullio e I. Visco per i loro commenti e suggerimenti. Voglio inoltre ringraziare R. Camporeale che ha collaborato alla redazione delle appendici e M.T. Pugliese per l'assistenza prestata nella stesura del testo. Le opinioni espresse in questo lavoro sono del tutto personali e non riflettono necessariamente quelle della Banca d'Italia.

Nel presentare il caso italiano questo lavoro si concentra sull'analisi dei fattori che hanno favorito il cambiamento istituzionale e sulle conseguenze che ne sono derivate per la politica monetaria. In un discorso spesso citato, effettuato in occasione dell'Assemblea Annuale dei Partecipanti tenuta nel maggio del 1981, il Governatore della Banca d'Italia indicò le tre principali condizioni necessarie per garantire la stabilità monetaria:¹ innanzitutto, l'organo che ha facoltà di creare moneta dovrebbe essere indipendente da quelli preposti alla determinazione della spesa; in secondo luogo, le regole concernenti la spesa pubblica dovrebbero sancire la necessità di far fronte a nuove spese con entrate addizionali; da ultimo, la contrattazione salariale collettiva dovrebbe essere subordinata all'obiettivo della stabilità monetaria.

Questo lavoro, ricorrendo a una rassegna della letteratura in materia, descrive i passi compiuti e gli ostacoli incontrati nella realizzazione di tale programma. La delimitazione del periodo è in qualche misura arbitraria, considerato che alcuni passi rilevanti per la definizione e la costruzione dell'attuale regime monetario erano stati compiuti anche prima del 1979. Tuttavia i periodi precedenti sono già stati ampiamente analizzati² e quello considerato è stato caratterizzato da una netta accelerazione nel processo di innovazione.

Nella sezione 2 si analizza il cambiamento nel rapporto tra la Banca d'Italia e il Tesoro dal "divorzio" del 1981 alle riforme attuate a fine 1993 volte a rispettare i requisiti per l'entrata nell'UME. La sezione 3 descrive le regole di cambio e monetarie seguite nel periodo più recente.

2. Il cammino verso l'indipendenza

Nella letteratura sull'indipendenza della banca centrale si usa distinguere tra indipendenza nella definizione degli obiettivi e indipendenza nell'uso degli strumenti (Grilli, Masciandaro e Tabellini 1991). In questa sezione farò riferimento alla seconda accezione dell'indipendenza, intendendo con questa il potere della banca cen-

¹ Cfr. Banca d'Italia (1981).

² Caranza e Fazio (1983), Giavazzi e Spaventa (1990), Padoa-Schioppa (1987).

trale di regolare le variabili strumento sui valori desiderati anche in condizioni nelle quali altri fattori, come la politica fiscale o il comportamento delle parti sociali, esercitano un'influenza su queste variabili.

Nel periodo considerato il debito pubblico italiano ha registrato un tasso di crescita fra i più alti mai riscontrati in tempo di pace. Il rapporto tra il debito pubblico e il Pil è aumentato costantemente, raggiungendo, nel 1994, quasi il 125%. Negli ultimi anni sono stati compiuti notevoli sforzi per modificare la tendenza all'aumento di tale rapporto. Il disavanzo al netto dei pagamenti degli interessi si è gradualmente ridotto per tradursi, nel 1992, in avanzo ma l'aumento dei pagamenti per gli interessi sul debito accumulato ha impedito riduzioni significative del disavanzo complessivo e, di conseguenza, ha ostacolato il rallentamento nella crescita del debito.

In contrasto con questa tendenza, la Banca d'Italia ha ridotto progressivamente i finanziamenti netti al Tesoro e, più di recente, è giunta a decumulare il credito in essere (grafico 1). Ciò è avvenuto ben prima dell'entrata in vigore della legge del 1993 che proibisce il finanziamento diretto del Tesoro, per soddisfare i requisiti per l'entrata nella seconda fase dell'UME. Questa sezione presenta i principali passi compiuti per conseguire questo risultato, i fattori che hanno favorito i cambiamenti istituzionali e alcune possibili ripercussioni di tali cambiamenti sull'efficacia della politica monetaria.

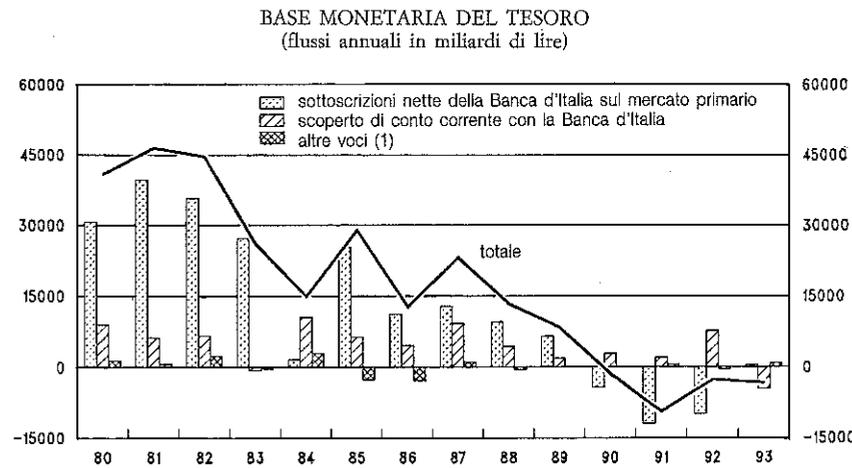
2.1. La situazione agli inizi degli anni Ottanta

Sebbene la Banca d'Italia abbia da sempre goduto di un ampio grado di indipendenza *de facto*, la sua capacità di controllare la base monetaria e di influenzare i tassi d'interesse a breve termine era, all'inizio del periodo considerato, limitata da un certo numero di vincoli istituzionali.

Innanzitutto, sussisteva un obbligo a finanziare il Tesoro attraverso due canali: uno scoperto di conto corrente fino al 14% del totale delle spese previste per l'anno fiscale (cfr. Appendice I) e l'acquisto dei titoli di stato risultati invenduti nelle aste al pubblico.³ In secondo luogo, due vincoli formali limitavano i movimenti dei tassi d'interesse: l'attribuzione *ex legis* al Tesoro, che agiva su proposta

³ Dal 1975 la Banca d'Italia, applicando un accordo stipulato col Tesoro, si impegna ad acquistare tutti i titoli di stato emessi che non venivano sottoscritti dal mercato.

GRAFICO 1



(1) Banconote e monete metalliche, servizi di tesoreria per conto dell'amministrazione statale e altre voci minori. La cifra per il 1983 comprende anche un'anticipazione straordinaria di 8 mila miliardi di lire al Tesoro.

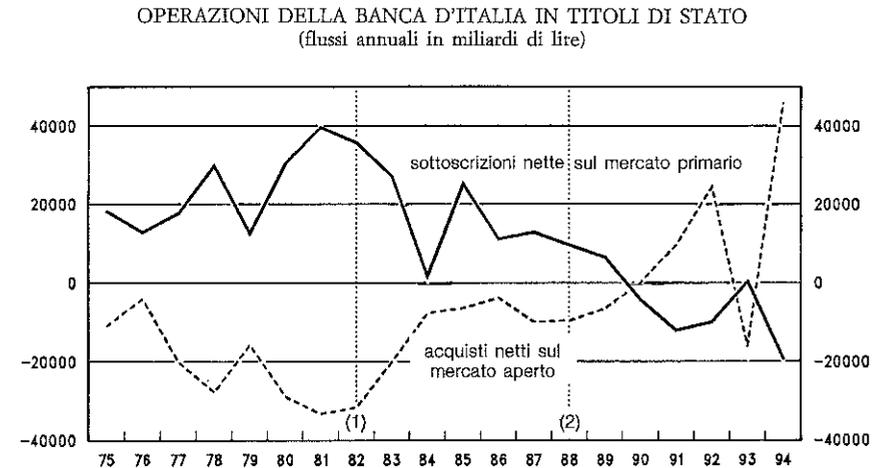
Fonte: Banca d'Italia.

della Banca d'Italia, della facoltà di modificare il tasso di sconto, e la determinazione da parte del Tesoro di un limite massimo ai rendimenti dei titoli di stato.⁴

Queste caratteristiche non implicavano necessariamente un dominio della politica fiscale su quella monetaria. Sebbene la Banca si fosse impegnata ad acquistare tutti i titoli invenduti, essa poteva poi rivenderli sul mercato: il grafico 2 mostra una correlazione negativa quasi perfetta tra sottoscrizioni nette della Banca d'Italia e acquisti netti di mercato aperto. Tuttavia, non v'è dubbio che gli accordi istituzionali per il finanziamento del Tesoro abbiano reso più complessa la gestione della base monetaria. Nel 1981, ad esempio, le sottoscrizioni nette alle aste del Tesoro furono 4,6 volte maggiori della base monetaria totale creata in quell'anno. In periodi di tassi d'interesse in forte crescita la Banca d'Italia subiva perdite di bilancio dovute alla vendita di titoli a prezzi inferiori a quelli di acquisto. In-

⁴ Il tasso massimo era fissato definendo un prezzo base per le offerte in asta. Fino al 1981 il prezzo base fu raramente vincolante poiché i tassi massimi fissati dal Tesoro erano distanti dai tassi di mercato e i volumi offerti eccedevano la domanda. In un approfondito studio sulle aste del Tesoro del periodo 1975-1980, Salvemini (1983, p. 34) concludeva che «La Banca d'Italia ha sempre esercitato il giusto controllo sui tassi d'interesse, nel senso che il tasso da essa offerto rimaneva sempre molto vicino al tasso d'asta».

GRAFICO 2



(1) "Divorzio".

(2) Abolizione del prezzo base; introduzione del mercato telematico.

Fonte: Banca d'Italia.

tervenendo sul mercato secondario, le autorità monetarie potevano, in circostanze normali, raggiungere l'obiettivo di creazione di moneta desiderato. In periodi di instabilità, però, o quando i tassi di interesse erano in forte crescita, aumentava il rischio di monetizzazione del debito. Inoltre, lo scoperto di conto agiva da vincolo di portafoglio sul bilancio della Banca d'Italia: nella prima metà degli anni Ottanta la quota di scoperto di conto del Tesoro crebbe dal 24,5 al 45,8% dell'attivo complessivo della banca centrale.

2.2. Il "divorzio" e il problema del controllo dei tassi a breve

Un primo gruppo di riforme venne introdotto subito dopo la seconda crisi petrolifera. Nell'incertezza generata dal forte aumento dell'inflazione, il Tesoro fece crescente ricorso al finanziamento da parte della Banca d'Italia. Il mercato finì per sottoscrivere solo titoli di stato a breve scadenza e la scadenza media sul nuovo debito emesso scese al di sotto dei 6 mesi (grafico 5). I timori che un ulteriore deterioramento delle condizioni di mercato potesse accrescere i rischi

di monetizzazione del debito agì da catalizzatore per introdurre diverse riforme.⁵

Una fra queste riguardava la riserva obbligatoria. Al fine di neutralizzare gli effetti dello scoperto del Tesoro sulla creazione di base monetaria, il vincolo sul bilancio della Banca d'Italia che questo meccanismo determinava fu controbilanciato da un simile vincolo sugli attivi dei bilanci delle banche commerciali. In conseguenza di ciò, la riserva obbligatoria negli anni successivi è cresciuta in misura analoga allo scoperto sul conto del Tesoro. Solo di recente la stabilizzazione del credito fornito mediante tale strumento ha permesso una riduzione dei coefficienti di riserva.

La misura più importante fu il "divorzio" tra la Banca d'Italia e il Tesoro.⁶ Nel maggio 1981 il Governatore sottolineò l'urgente necessità che la Banca d'Italia cessi di acquistare i titoli di stato invenduti sul mercato.⁷ Nel luglio dello stesso anno, in seguito a una serie di eventi politici,⁸ il Ministro del Tesoro accettò che la Banca d'Italia non agisse più da acquirente residuale del debito pubblico.

In che modo il "divorzio" migliorò la capacità della Banca di controllare la creazione della base monetaria? Come evidenziato nel grafico 2, le sottoscrizioni nette dei titoli di stato da parte della Banca raggiunsero il massimo storico nel 1981 per poi diminuire quasi ininterrottamente negli anni a seguire. Ciò implicò una parallela riduzione nelle vendite nette sul mercato dei titoli di stato.

Secondo Tabellini (1987) l'effetto del "divorzio" fu quello di introdurre incertezza circa l'atteggiamento delle autorità monetarie rispetto al finanziamento del Tesoro. Ciò, a sua volta, fornì l'incentivo per una politica monetaria meno accomodante e rafforzò la credibilità della banca centrale. Rifiutandosi di sottoscrivere titoli di stato la Banca poteva rendere più visibili le difficoltà di finanziamento del deficit. Quando la Banca cessò di agire da acquirente residuale,

⁵ Il fatto che l'autonomia della Banca d'Italia sia stata rafforzata in tali sfavorevoli circostanze avalla la tesi secondo la quale i vantaggi dell'indipendenza sono tanto più rilevanti quanto maggiori sono i problemi di incoerenza temporale, quali ad esempio quelli generati dall'esistenza di un elevato debito pubblico (Cukierman 1994, Lippi e Swank 1994).

⁶ Padoa-Schioppa (1987, p. 277) lo ritiene «una pietra miliare nell'evoluzione della politica monetaria». Similmente Tabellini (1987) ne parla come di un cambiamento nel regime della politica monetaria.

⁷ Cfr. Banca d'Italia (1981, p. 384).

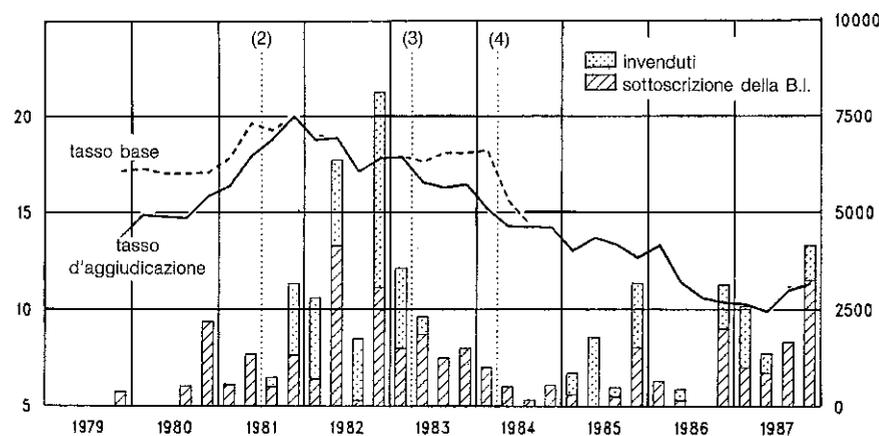
⁸ «[It was] a single strategic decision on the part of a fragile Italian government intent on binding the hands of its successors and forcing on them greater price stability and lower deficits» (Goodman 1992, p. 181). Sul "divorzio" cfr. anche Epstein e Schor (1986).

ammontari rilevanti di titoli di stato rimasero spesso invenduti, come mostra il grafico 3.

Va tuttavia notato che successivamente al "divorzio" il Tesoro volle esercitare un maggior controllo sulle condizioni che influivano sul costo del prestito. In assenza di interventi da parte della banca centrale, il Tesoro temeva che sarebbero aumentati il livello e la volatilità dei tassi d'interesse a causa delle imperfezioni allora esistenti nei mercati finanziari e nei meccanismi d'asta.⁹ Pertanto il Tesoro cominciò a regolare il prezzo base in modo tale da ridurre il divario tra i rendimenti d'asta massimi possibili e i tassi d'interesse di mercato.¹⁰

GRAFICO 3

TASSI BASE (1), TASSI DI AGGIUDICAZIONE (1), SOTTOSCRIZIONI DELLA BANCA D'ITALIA E TITOLI INVENDUTI ALLE ASTE BOT A TRE MESI (dati trimestrali)



(1) Tasso semplice.

(2) "Divorzio".

(3-4) Tasso base BOT a 3 mesi svincolato dai tassi di mercato.

Fonte: Banca d'Italia.

⁹ Allora il meccanismo d'asta era basato sul sistema di prezzo uniforme, secondo il quale l'offerta dell'acquirente marginale definisce il tasso per l'intera emissione. In presenza di domanda cronicamente insufficiente, come avveniva in quegli anni, si correva il rischio che un'offerta estremamente bassa potesse aumentare il costo per il Tesoro. Cfr. Buttiglione e Prati (1991) e Buttiglione e Drudi (1994).

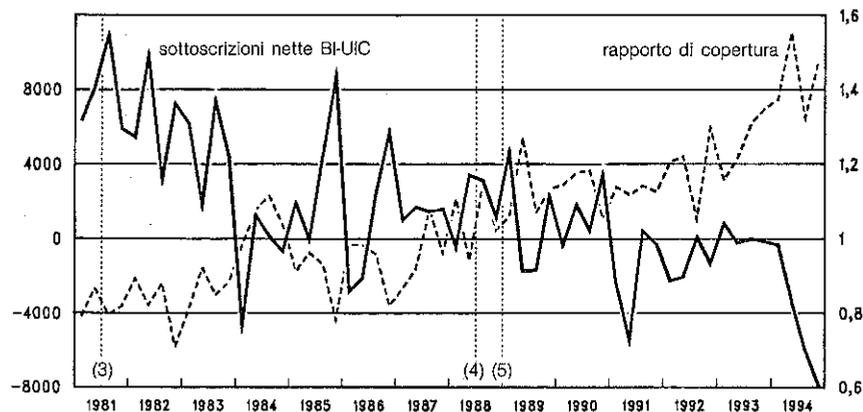
¹⁰ Secondo Salvemini (1983) la ragione principale che portò al "divorzio" fu la possibilità di sgravare la Banca d'Italia dalle pressioni politiche per la definizione dei tassi d'interesse e di correggere l'anomalia di un Tesoro pericolosamente «irresponsabile» rispetto al costo di finanziamento del proprio deficit. Una diversa lettura di questo aspetto del divorzio è quella di Padoa-Schioppa (1987, p. 277).

Nei suoi interventi sul mercato, la Banca era vincolata dai limiti imposti dal Tesoro sui tassi d'interesse a breve.¹¹ Le complicazioni derivanti da questo aspetto del "divorzio" sono messe in evidenza nel grafico 4, nel quale si riscontra che la Banca continuò a fornire una qualche forma di sostegno al partner dal quale aveva appena divorziato. In ogni trimestre, fino alla fine del 1983, la Banca agì da sottoscrittore netto di titoli di stato. Negli anni a seguire tali interventi furono più discontinui ma rimase una chiara correlazione negativa tra il rapporto di copertura - ovvero il rapporto tra la domanda e l'offerta di titoli di stato nel mercato - e le sottoscrizioni nette della Banca. Questa relazione inversa si attenuò in misura significativa solo alla fine degli anni Ottanta.

Vengono da porsi due domande: perché la Banca d'Italia continuò a sostenere il Tesoro anche quando non era più formalmente obbligata a farlo? perché il Tesoro non abbandonò la prassi di influire sui tassi attraverso i prezzi base?

GRAFICO 4

ASTE TITOLI DI STATO: SOTTOSCRIZIONI NETTE DELLA BANCA D'ITALIA (1)
E RAPPORTO DI COPERTURA (2)
(dati trimestrali)



(1) Miliardi lire.

(2) Domanda/offerta del mercato.

(3) "Divorzio".

(4) Abolizione del prezzo base alle aste BOT a 3 mesi.

(5) Abolizione del prezzo base alle aste a 6 e 12 mesi.

Fonte: Banca d'Italia.

¹¹ Nel 1983 e nella prima metà del 1984, quando il Tesoro abbandonò temporaneamente la pratica di controllare i tassi attraverso il prezzo base per i BOT a tre mesi, l'intero ammontare emesso fu sottoscritto sul mercato primario (cfr. grafico 3).

Per rispondere alla prima domanda occorre tener presente che gli episodi ricorrenti di insufficiente domanda in asta ponevano un grosso dilemma alla Banca: o monetizzare immediatamente parte del debito o lasciar deflagrare la crisi di sottoscrizione, col rischio di conseguenze a catena e un effetto finale imprevedibile sulla monetizzazione del debito.

In un ben noto episodio di fine 1982, la Banca lasciò che la crisi di sottoscrizione si manifestasse pienamente. Come risulta dal grafico 4, nell'ultimo trimestre del 1982 il rapporto di copertura raggiunse il suo minimo storico, perché quel periodo era caratterizzato da condizioni molto difficili, con forti pressioni al rialzo sui tassi d'interesse. Il Tesoro aumentò il tasso massimo in misura inferiore a quella consigliata dalla Banca d'Italia. Per limitare la creazione di base monetaria la Banca aumentò i tassi sulle operazioni di mercato aperto, ma ciò causò una flessione della domanda sul mercato primario. Quando il Tesoro esaurì il margine sul conto la Banca si rifiutò di acquistare ancora titoli di stato. Il governo si vide dunque costretto a proporre un'anticipazione straordinaria per un anno da parte della Banca d'Italia, che il parlamento approvò immediatamente.

Questo episodio fece risaltare il cambiamento di atteggiamento della banca centrale dopo il "divorzio", ma rivelò anche i limiti della procedura volta a risolvere i conflitti con il Tesoro. La legge prevedeva che la Banca sospendesse i pagamenti per conto del Tesoro venti giorni dopo la notifica a quest'ultimo che il limite di scoperto era stato superato. Tuttavia, poiché la sospensione dei pagamenti implica nei fatti il ripudio dei contratti in essere e un'ammissione di inadempienza, il parlamento non tenne in alcuna considerazione la possibilità di non concedere l'anticipazione straordinaria. In altre parole, l'arma utilizzata dalla banca centrale per esercitare la propria autonomia era troppo distruttiva per essere credibile. Ciò che mancava erano strumenti che garantissero maggiore flessibilità d'azione alla politica monetaria, quali la possibilità di modificare i tassi d'interesse senza conseguenze negative sui mercati finanziari.

Per spiegare la riluttanza del Tesoro a concedere alla Banca maggiore autonomia in materia di tassi d'interesse, bisogna considerare che nei primi anni Ottanta i mercati finanziari italiani erano ancora altamente imperfetti; il timore che in mancanza di un punto di riferimento esogeno i tassi d'interesse avrebbero mostrato eccessiva volatilità non era del tutto infondato. Vi è da aggiungere poi che quegli anni furono caratterizzati da tassi d'interesse eccezionalmente

elevati, sebbene in flessione, fattore che accentuava la preoccupazione riguardo al costo del finanziamento del debito pubblico.

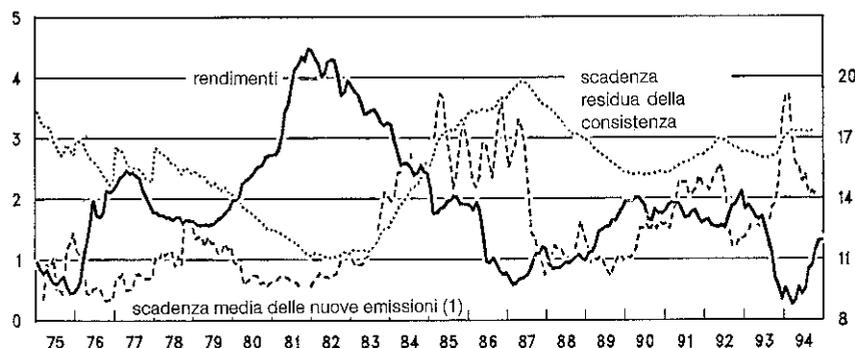
2.3. La riforma dei mercati monetari e finanziari e la liberalizzazione dei movimenti di capitale

Negli ultimi quattro anni del decennio vennero attuate due importanti riforme: quella dei mercati monetari e finanziari (per una cronologia dettagliata cfr. Appendice II e Padoa-Schioppa 1987) e l'eliminazione delle restrizioni ai movimenti di capitali (cfr. Appendici II e III). Ciò consentì di affrontare il nocciolo del problema che rendeva necessari gli interventi della Banca d'Italia, ovvero la debolezza e l'instabilità della domanda di titoli di stato.

È interessante notare come, anche in questa circostanza, il fattore che stimolò l'ondata di innovazioni fu proprio il deteriorarsi delle condizioni di mercato. Mentre fino al 1987 la continua flessione dei tassi d'interesse aveva agevolato il finanziamento del debito pubblico, dall'estate dello stesso anno le aspettative di crescita dei tassi, legate a un'inversione di tendenza del processo deflativo, indebolirono fortemente la domanda di titoli di stato a lungo termine e accentuarono il timore di una crisi di sottoscrizioni. La scadenza media delle nuove emissioni di titoli di stato crollò, nel 1987, dai 3 anni e 3 mesi dell'aprile, a meno di 8 mesi in dicembre (grafico 5). Da

GRAFICO 5

TITOLI DI STATO: SCADENZE E RENDIMENTI
(dati mensili)



(1) Medie mobili trimestrali.

Fonte: Banca d'Italia.

allora per molto tempo, i titoli di stato a lungo termine non furono sottoscritti per l'intero ammontare emesso.¹²

Un primo insieme di interventi riguardò la gestione del debito pubblico (cfr. tavola A). Per diversi anni il Tesoro fece ricorso principalmente all'emissione di titoli di stato a breve, o a titoli indicizzati ai tassi d'interesse, i certificati di credito del Tesoro (CCT). Ciò consentì di allungare la scadenza del debito pubblico a costi accettabili. Il premio al rischio sui titoli a tasso fisso infatti sarebbe stato particolarmente elevato in presenza di inflazione alta e variabile. Tuttavia, il ricorso ai CCT ebbe anche implicazioni negative sull'efficacia della politica monetaria perché rese il costo del servizio del debito pubblico molto sensibile alle variazioni dei tassi d'interesse e creò una correlazione diretta tra interesse e reddito disponibile.¹³ Dalla fine degli anni Ottanta il Tesoro ha ampliato la gamma di titoli sul mercato, accentuando soprattutto il ricorso ai titoli a lungo termine a tasso fisso.¹⁴ La gamma di scadenze disponibili attualmente, dai 3 mesi ai 30 anni, è paragonabile a quella dei mercati finanziari più sviluppati.

Un altro rilevante gruppo di interventi riguardò le tecniche di collocamento dei titoli di debito. Fra luglio 1988 e marzo 1989 il Tesoro eliminò gradualmente i prezzi base alle aste BOT; nell'agosto 1992 liberalizzò completamente il prezzo dei titoli a lungo termine. La tecnica d'asta competitiva, nella quale gli acquirenti sottoscrivevano i titoli ai prezzi da loro stessi offerti, fu estesa a tutte le emissioni di BOT. Nel 1988 e nel 1989 furono introdotte aste a prezzo

¹² In periodi di tassi d'interesse crescenti, il Tesoro si trovò spesso di fronte alla difficile scelta fra mantenere il prezzo base vicino al prezzo d'offerta, col rischio di indebolire la domanda del pubblico, oppure di ridurre il prezzo base, correndo il rischio di dare un segnale indesiderato al mercato.

¹³ I CCT si rivelarono uno strumento piuttosto costoso per il Tesoro perché il rendimento si mantenne sempre al di sopra del tasso sui BOT, in una misura che non può essere imputabile soltanto al premio sui titoli a più lunga scadenza. Secondo Alesina, Prati e Tabellini (1990) la crisi dei CCT fu aggravata dalla percezione che le autorità monetarie manipolassero, agendo sul prezzo base, il parametro di indicizzazione, ovvero il tasso dei BOT. Tale sistema di indicizzazione avrebbe potuto dare origine a un problema di incoerenza temporale, poiché il governo sarebbe stato tentato di mantenere alto il livello del parametro al momento dell'emissione e di ridurlo quando gli operatori privati avessero sottoscritto una quantità di titoli ritenuta sufficientemente ampia. Potrebbero aver anche contribuito al serio deprezzamento dei titoli indicizzati la modifica di tassazione intervenuta in quei mesi nonché i ritardi nei meccanismi di indicizzazione che determinavano perdite di capitale in periodi di rapida crescita dei rendimenti.

¹⁴ Circa i vantaggi dell'allungamento delle scadenze cfr. Alesina, Prati e Tabellini (1990).

FINANZIAMENTO DEL DEBITO PUBBLICO E ORGANIZZAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI: PRINCIPALI RIFORME

	1981/1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
GESTIONE DEBITO credito diretto della banca centrale								
nuovi strumenti di debito	Prima emissione di CTE (1982)	Prima emissione di CTO e di CCT a 5 e 7 anni		BTP a 7 anni	BTP a 10 anni		Proibizione di qualsiasi forma di finanziamento diretto	
MERCATO PRIMARIO acquisti della banca centrale	"Divorzio" (1982)							
aste	Aste BOT quindicinali (1981) - competitive a 3 mesi (1983) e a 6 mesi (1984)	Aste BOT competitive a 12 mesi; marginali per i BTP		Marginali per i CCT				
abolizione del prezzo base		BOT a 3 anni	BOT a 6 e a 12 mesi			BTP e CCT		
MERCATO SECONDARIO mercati a pronti organizzati		Mercato telefonico dei titoli di stato (MTS)	BOT trattati sul MTS					Riforma del MTS con l'introduzione degli specialisti di mercato
prodotti derivati					Contratti <i>futures</i> sui BTP trattati sul LIFFE	Mercato italiano dei <i>futures</i> ; <i>futures</i> in euro/ira trattati sul LIFFE		<i>Options</i> sui <i>futures</i> sui BTP trattati sul MIF
MERCATO MONETARIO mercati organizzati								
procedure per la gestione della liquidità	Credito alle banche che operano sul mercato primario dei BOT (1984)			Mercato telematico per i Depositi interbancari (MID)				
sistemi di compensazione e regolamento			Compensazione e regolamento elettronico	Conto Accentrato Titoli per la compensazione				Nessuna facilitazione di credito alle banche che operano sul mercato primario dei BOT

Fonte: Banca d'Italia.

uniforme per i titoli a lungo termine. Come dimostrato da Buttiglione e Prati (1991) e Buttiglione e Drudi (1994), l'estensione del sistema d'asta a tutte le emissioni e l'individuazione del sistema più appropriato per ciascun singolo segmento del mercato possono migliorare il *trade-off* tra costo del finanziamento e necessità di assicurarsi la disponibilità di fondi.

Un terzo insieme di riforme ridisegnò radicalmente il mercato secondario dei titoli di stato. L'esistenza di un mercato secondario ben sviluppato con operatori che assicurano continuità alle contrattazioni favorisce indirettamente la domanda sul mercato primario per due ordini di fattori: innanzitutto perché aumenta la liquidità degli strumenti di debito pubblico; in secondo luogo perché accresce il contenuto informativo dei tassi d'interesse. Nel maggio 1988 nacque il mercato telematico secondario dei titoli di stato. Il *turnover* su questo mercato raggiunse l'1,3% del Pil nel 1993 (tabella 1). Nei primi anni Novanta furono introdotti i mercati dei prodotti derivati. Più recentemente, il mercato telematico è stato riorganizzato per far fronte alla crescente concorrenza esercitata dal LIFFE di Londra.

Un quarto insieme di interventi riguardò il mercato monetario e il sistema dei pagamenti. I miglioramenti intervenuti nel sistema di contrattazione dei titoli richiedevano un parallelo adeguamento delle procedure seguite dagli operatori per regolare la loro posizione di liquidità e far fronte agli obblighi contrattuali sottostanti. Gli operatori del mercato dovevano disporre di sistemi di regolamento e compensazione efficienti al fine di minimizzare i costi di transazione e i rischi di controparte (Angelini e Passacantando 1993). Le principali riforme in questo campo furono la creazione nel 1989 di un sistema elettronico di compensazione e regolamento, l'introduzione nel 1990 di un mercato interbancario telematico dei depositi, che registrò anch'esso una rapida crescita degli scambi (Tabella 1), e la riforma del regime di riserva obbligatoria nell'ottobre 1990, che rafforzò il ruolo dei tassi d'interesse interbancari quali cinghie di trasmissione della politica monetaria.¹⁵

Inoltre, fra il 1987 e il 1990 furono progressivamente liberalizzati i movimenti di capitale in vista dell'avvio del Mercato Unico Europeo (cfr. Appendice III). L'intervento più rilevante fu quello del 1° ottobre 1988, quando tutti i movimenti di capitale a esclusio-

¹⁵ Il coefficiente di riserva è attualmente calcolato su base mensile; le banche commerciali hanno facoltà di movimentare una parte dei depositi che costituiscono la riserva obbligatoria all'interno del periodo di mantenimento.

TAVOLA 1

TURNOVER SUI MERCATI TELEMATICO, INTERBANCARIO
E DEI TITOLI DI STATO

Anno	Depositi interbancari		Titoli di stato	
	triloni di lire	in rapporto al Pil	triloni di lire	in rapporto al Pil
1988			42 ¹	..
1989			72	0,1
1990	1.312 ²	1,0	427	0,3
1991	2.141	1,5	1.224	0,9
1992	3.852	2,6	1.655	1,1
1993	5.228	3,4	2.043	1,3
1994 ³	5.247	3,2	3.902	2,4

¹ A partire dal maggio 1988.

² A partire dal febbraio 1990.

³ Provvisori.

Fonte: Banca d'Italia.

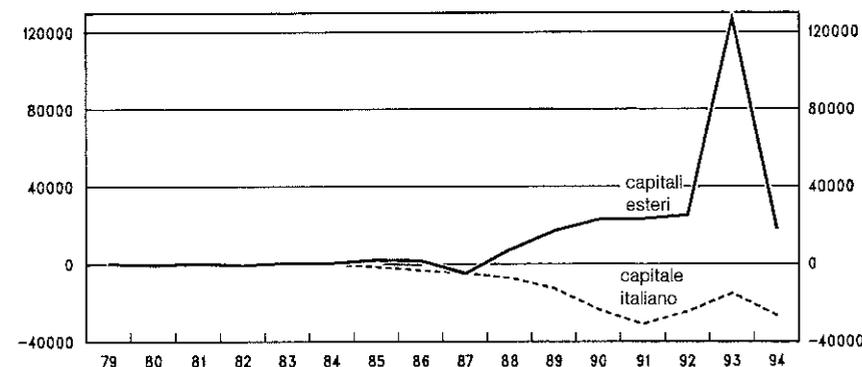
ne di quelli riguardanti gli strumenti monetari furono liberalizzati. Il timore che questa misura provocasse una massiccia fuga di capitali all'estero si rivelò infondato. In realtà, i rilevanti aggiustamenti di portafoglio da parte di residenti italiani (cfr. grafico 6) furono ampiamente controbilanciati da una contemporanea entrata di capitali che si tradusse in un introito netto di fondi. Ciò contribuì ad abbandonare qualsiasi tentativo di isolare i tassi d'interesse nazionali dai mercati finanziari internazionali. Le statistiche di bilancia dei pagamenti evidenziano una crescita delle transazioni finanziarie nette annuali con le controparti estere da un valore pari al 60% del Pil nel 1987 a circa 3,5 volte il Pil nel 1993.

Fino a che punto queste riforme rafforzarono i mercati finanziari italiani? non esisteva, per quanto disorganizzato, un mercato dei titoli di stato già prima dell'introduzione di tali riforme, come sostenuto tra gli altri da Tabellini (1987) e Padoa-Schioppa (1987)?

Purtroppo prima della creazione dei mercati organizzati non si disponeva di statistiche complete sugli scambi di titoli di stato. Tuttavia, indicazioni indirette sono fornite dai dati tratti dai sistemi di compensazione e regolamento sui quali transitano gli scambi dei mercati monetari e finanziari e di quelli valutari.

GRAFICO 6

INVESTIMENTI NETTI DI PORTAFOGLIO
(in miliardi di lire)



Fonte: Banca d'Italia - U.I.C.

Questi dati confermano senza ombra di dubbio un forte sviluppo degli scambi nell'ultima parte degli anni Ottanta e nei primi anni Novanta. Il *turnover* nei sistemi di compensazione nazionali accelerò successivamente al 1987, passando da 4,5 volte il Pil nel 1988 a 25,9 volte il Pil nel 1993 (cfr. tabella 2). Indicazioni più specifiche al riguardo sono fornite dai dati della compensazione dei titoli di stato. Il *turnover* dei titoli di stato raggiungeva, nel 1993, 7 volte il volume del debito esistente nel mercato. Fino al 1989 tale rapporto era sempre stato inferiore a 1 (tabella 2).

2.4. Dall'indipendenza de facto all'indipendenza de jure

Le riforme sin qui descritte non avevano implicato alcuna modifica nell'ordinamento giuridico concernente la Banca d'Italia. Persino il "divorzio" aveva la natura di un accordo tra le parti, che avrebbe potuto, in linea di principio, essere modificato da una decisione governativa, senza alcun intervento da parte del parlamento.¹⁶ Negli anni più recenti, tuttavia, per adeguarsi ai requisiti per la partecipazione all'Unione Europea, il parlamento ha introdotto diversi cambiamenti istituzionali nelle modalità di finanziamento del Tesoro.

¹⁶ Nella seconda metà degli anni Settanta, l'obbligo per la Banca d'Italia di acquistare i BOT invenduti in asta era formalizzato da una semplice Direttiva del Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio (cfr. Appendice I).

TAVOLA 2

FONDI GESTITI DAL SISTEMA DI COMPENSAZIONE

Anno	Compensazione pagamenti ¹		Compensazione Titoli di stato ²		
	triloni di lire	in rapporto al Pil	triloni di lire	in rapporto al Pil	in rapp. allo stock di titoli pubblici
1979	735	2,4	8	..	0,1
1983	2.434	3,9	11
1987	4.929	5,0	192	0,2	0,3
1988	4.892	4,5	227	0,2	0,3
1989	8.365	7,0	366	0,3	0,4
1990	16.241	12,4	1.252	1,0	1,3
1991	20.377	14,3	2.923	2,0	2,8
1992	29.053	19,3	4.054	2,7	3,5
1993	40.476	25,9	9.266	5,9	7,0

¹ Flussi totali lordi di pagamenti gestiti dal sistema di compensazione della Banca d'Italia operante a livello regionale e nazionale.

² Flussi lordi di titoli di stato gestiti dal sistema di compensazione delle transazioni in titoli.

Fonte: Banca d'Italia.

Nel 1992 una legge attribuì alla Banca d'Italia la facoltà di movimentare il tasso di sconto. Nel 1993, la facoltà di variare il coefficiente di riserva obbligatoria – fino a quel momento di competenza del CICR – fu assegnata alla Banca d'Italia con alcuni limiti (cfr. Appendice I). La stessa legge aboliva la facilitazione di scoperto di conto e proibiva anticipazioni di qualsiasi genere da parte della Banca d'Italia nei confronti del Tesoro. Attualmente, la Banca svolge ancora funzioni di cassa per lo stato, avvalendosi di un conto corrente fruttifero con il Tesoro, che deve mantenere saldi positivi. Al fine di garantire la copertura del conto, la legge stabilisce che qualora il saldo sul conto scenda al di sotto di alcune soglie, il governo dovrà risponderne in parlamento per presentare le necessarie misure correttive. Nell'ipotesi in cui il conto registri un'incapienza, la Banca è tenuta a sospendere immediatamente i pagamenti effettuati per conto del Tesoro.

Questa legge ha messo fine a un finanziamento privilegiato del Tesoro, creando le condizioni per la rimozione del vincolo di portafoglio implicito nel meccanismo precedente: il credito insoluto sullo scoperto di conto è stato convertito, nel novembre 1994, in titoli di stato a scadenza media di 30 anni.

2.5. La valutazione degli effetti della maggiore indipendenza

Gli effetti delle riforme fin qui analizzate sono chiaramente visibili sulla creazione di base monetaria diventata del tutto indipendente rispetto alle esigenze finanziarie del Tesoro. Come mostra il grafico 4, le sottoscrizioni nette di BOT della Banca d'Italia diminuirono nel corso degli anni Ottanta e divennero negative nei primi anni Novanta. La debolezza della domanda di titoli di stato svanì gradualmente: fin dal 1989 la domanda ha sempre ecceduto l'offerta. La banca centrale non è più dovuta intervenire per finanziare direttamente il Tesoro, persino in momenti di grande tensione nei mercati finanziari come quello registrato nel settembre 1992.

Le modifiche nel grado di influenza della politica fiscale su quella monetaria possono essere valutate analizzando la reazione della banca centrale a inattesi aumenti o diminuzioni nel fabbisogno finanziario del Tesoro. Questa analisi è stata condotta da Gaiotti e Salvemini (1992) utilizzando il modello monetario mensile della Banca d'Italia (Angeloni 1994). Essi mostrano che mentre agli inizi degli anni Ottanta uno shock nel disavanzo pubblico aveva effetti sulla base monetaria pari a circa il 20% dell'impulso originario, nel periodo più recente un simile shock non aveva più alcun impatto sulla creazione di base monetaria.

Sorgono due domande: quali sono le conseguenze dell'accresciuta autonomia della banca centrale sulla capacità della politica monetaria di controllare l'inflazione?¹⁷ il mutato atteggiamento della banca centrale nei confronti del finanziamento del Tesoro ha favorito l'adozione di politiche di bilancio più rigorose? Ci limiteremo in questa sede a poche considerazioni di natura prevalentemente metodologica.

Innanzitutto, per valutare se le riforme abbiano determinato una modifica strutturale nella politica monetaria occorre tener presente che la Banca d'Italia già godeva di un alto livello di indipendenza *de facto* che le consentiva di influenzare le decisioni del governo in materia di politica monetaria. Ad esempio, tra la fine del 1979 e il marzo 1981, il tasso di sconto fu portato dal 10,5% al 19,0%, un rialzo fra i più alti registrati nella storia recente, sebbene a quel tempo

¹⁷ Tale argomento è stato ampiamente trattato nella letteratura degli anni scorsi. Si vedano ad esempio Grilli, Masciandaro e Tabellini (1991), Posen (1993), Goodhart (1994). Vedi anche Akhtar e Howe (1991), Ciocca (1992), de Haan e Sturm (1992) e Eijffinger e Schaling (1993).

le modifiche del tasso di sconto fossero ancora formalmente di competenza del Ministro del Tesoro. Oltre alle operazioni di mercato aperto, altri strumenti di politica monetaria furono ampiamente utilizzati, quali ad esempio i coefficienti di riserva e i massimali sul credito bancario, i quali, in diverse circostanze, contribuirono fino a metà 1983 a contenere la domanda interna.¹⁸ Allo stesso modo, le restrizioni sui movimenti dei capitali in vigore nel corso della maggior parte degli anni Ottanta facilitarono l'utilizzo del tasso di cambio come strumento di politica antinflazionistica.

L'accresciuta indipendenza della banca centrale e le riforme dei mercati finanziari migliorarono notevolmente la flessibilità dei tassi d'interesse a breve e la capacità della banca centrale di manovrarli. Come appare dal grafico 7, l'aumento del tasso di sconto in risposta a pressioni inflazionistiche è stato molto più immediato e veloce nel 1994 rispetto a precedenti momenti di inversione di tendenza dell'inflazione. Inoltre, l'accresciuta competitività dei mercati finanziari, oltre a migliorare l'efficienza complessiva dei mercati bancario e finanziario, aumentò la reattività dei tassi di mercato ai tassi di cambio ufficiali (Cottarelli, Ferri e Generale 1995).

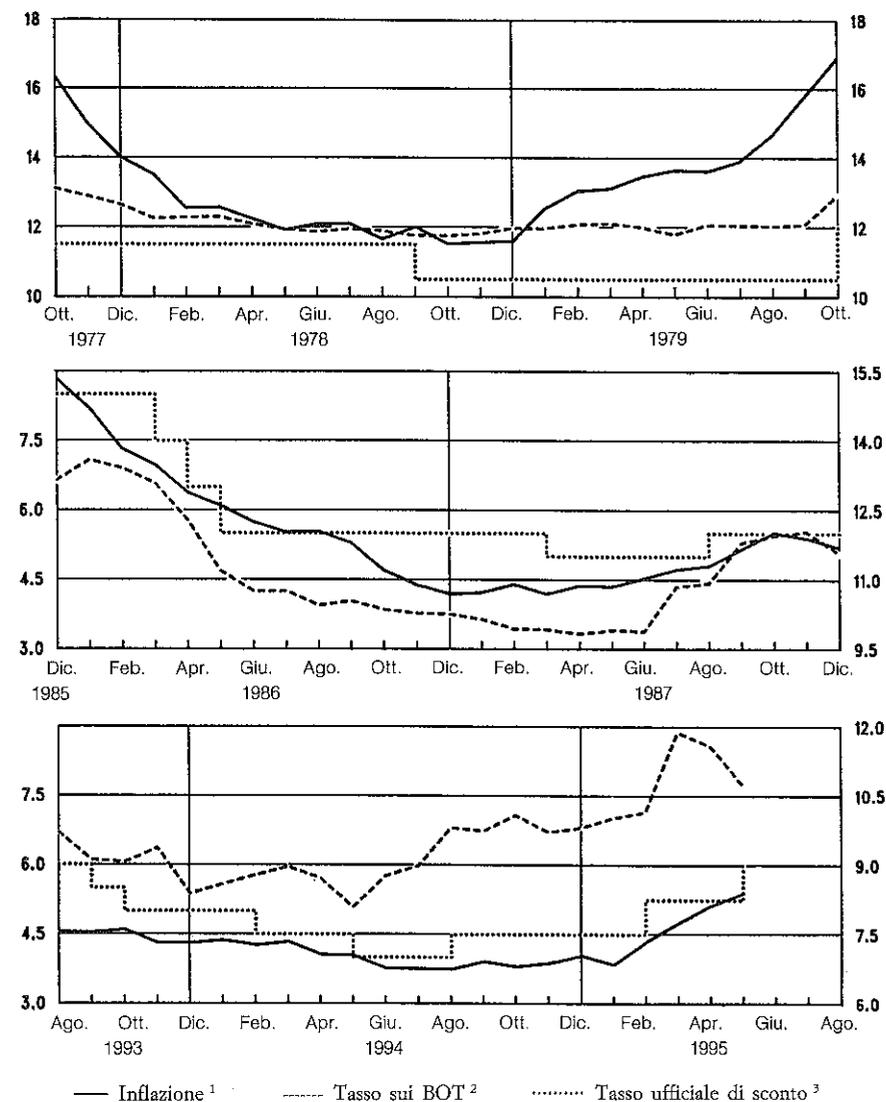
La seconda domanda è più complessa. In Italia, la tesi secondo cui una maggiore indipendenza della banca centrale possa avere effetti benefici sulle politiche di bilancio ha ricevuto largo sostegno (Bruni e Monti 1992). Secondo questa tesi la possibilità di determinare esogenamente l'ammontare di finanziamento monetario del Tesoro può influenzare nel lungo periodo le politiche fiscali, perché i maggiori disavanzi implicherebbero aumenti dei tassi che si tradurrebbero a loro volta in una crescita della tassazione per la copertura del debito.

Le verifiche empiriche di tale ipotesi hanno però dato risultati insoddisfacenti, probabilmente per due motivi.¹⁹ Anzitutto perché questa teoria si basa sull'assunto di lungimiranza nell'orientamento delle autorità fiscali, un'ipotesi molto distante dalla realtà, soprattutto in paesi come l'Italia caratterizzati da un sistema politico frammentato

¹⁸ I massimali furono aboliti per le loro conseguenze negative sulla concorrenza bancaria e per la loro crescente inefficacia. Furono reintrodotti due volte, per un periodo di sei mesi, nel gennaio 1986 e nel settembre 1987.

¹⁹ Cfr. Parkin (1986). Tabellini (1987) non trova alcun effetto evidente del "divorzio" sulla monetizzazione del debito probabilmente anche perché al momento in cui veniva svolta l'analisi le riforme monetarie che hanno fatto seguito al "divorzio" non erano state ancora completate.

TASSO DI SCONTO E TASSO SUI BOT
IN TRE CICLI DI INFLAZIONE
(valori percentuali)



¹ Tasso di crescita dei prezzi al consumo nel corso dei dodici mesi precedenti; le cifre degli ultimi due mesi sono stimate sulla base dell'indice del costo della vita.

² Tasso medio lordo di aggiudicazione nelle aste effettuate nel corso del mese.

³ Dati di fine mese.

e da governi di breve durata. In questo contesto tassi d'interesse più alti non necessariamente scoraggiano i governi dall'incorrere in ampi disavanzi (Giovannini e Spaventa 1991). In secondo luogo, perché i fattori che maggiormente contribuiscono all'indipendenza della banca centrale generalmente sono anche quelli che facilitano il finanziamento del debito pubblico sul mercato interno e su quello estero.²⁰ Come si è visto, una riduzione del finanziamento monetario del debito pubblico da parte della banca centrale è avvenuta in Italia solo quando sono state rese operanti le riforme atte a facilitare il finanziamento del Tesoro da parte degli operatori privati.

Tuttavia, è innegabile che mercati finanziari ben funzionanti e integrati siano un importante strumento di monitoraggio dell'azione governativa, poiché ogni ritardo nell'adeguamento fiscale ha effetto immediato sulle aspettative e sui tassi d'interesse a lungo termine. Nel lungo periodo questo fattore non può non tradursi in una maggiore disciplina del governo in materia di politica di bilancio.

3. Il processo di disinflazione con diverse regole di cambio e di politica monetaria

In questa sezione si analizzano tre periodi compresi tra il 1979 e il 1994 caratterizzati da diversi modelli di gestione del cambio e di conduzione della politica monetaria. L'intento è quello di trarre dalla recente esperienza italiana alcuni insegnamenti generali sui meriti relativi delle regole di cambio rispetto a quelle monetarie nel ridurre l'inflazione.

Le regole di politica monetaria e del cambio possono essere valutate sulla base di tre criteri. Il primo è quello di considerarne l'effetto diretto su costi e prezzi. Poiché l'adozione di una regola implica la manovra di una variabile strumento, il primo criterio di valutazione consiste nell'analizzare gli effetti di questa variabile sull'economia. Ad esempio, una regola di cambio agisce attraverso il prezzo dei beni importati ed esportati, mentre una regola monetaria

²⁰ Un possibile effetto contrario della liberalizzazione dei mercati di capitale sulla disciplina fiscale è stato evidenziato, fra gli altri, da Giovannini e Spaventa (1991). Inoltre, riducendo le aspettative inflazionistiche la banca centrale potrebbe ridurre il costo del finanziamento pubblico, come sottolineato da Cukierman (1994).

opera attraverso gli effetti che variazioni nei tassi d'interesse hanno sulle scelte di consumo e di investimento.

Il secondo criterio di valutazione consiste nel considerare l'effetto della regola sulle aspettative. È ormai ampiamente condivisa la tesi secondo cui le aspettative sugli sviluppi futuri dell'economia esercitano un'influenza sul comportamento attuale degli operatori economici. La capacità di influire sulle aspettative, tuttavia, varia a seconda della regola adottata. Ad esempio, un sistema di *targeting* dell'inflazione può avere un impatto sulle aspettative inflazionistiche più diretto di quello esercitato da una regola monetaria, perché un obiettivo di inflazione è più direttamente e immediatamente comprensibile di un obiettivo monetario.

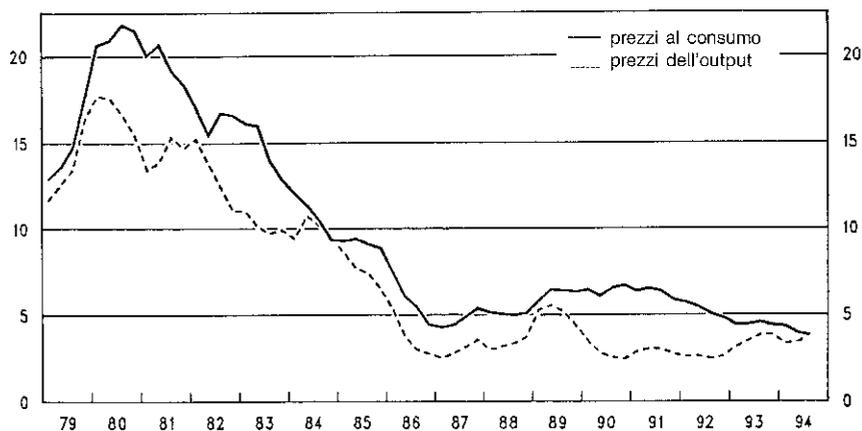
Il terzo criterio di valutazione è quello di considerare l'efficacia delle regole come *strumenti di coordinamento* delle aspettative e dei comportamenti degli operatori. Per esempio un guadagno di credibilità del *policy maker*, ottenuto vincolando il proprio comportamento a una determinata regola, può influire favorevolmente sulle aspettative di inflazione e rendere di conseguenza più favorevole il *trade-off* tra inflazione e crescita (Giavazzi e Pagano 1988). Il rispetto di una regola può anche agevolare il coordinamento tra le politiche di gruppi sociali, quali i sindacati o le associazioni di categoria, e le stesse scelte di politica economica governativa.²¹ Il coordinamento può risolversi in un semplice cambiamento delle politiche seguite all'interno della struttura istituzionale esistente ovvero può arrivare a indurre cambiamenti in quest'ultima. Ad esempio, come si mostrerà in questa sezione, la partecipazione allo SME ha creato forti incentivi a modificare i meccanismi istituzionali che governano la contrattazione salariale.

Il periodo in esame si può suddividere in tre sotto-periodi. Il primo, dal 1979 al 1986, è stato caratterizzato da frequenti riallineamenti della lira nell'ambito degli Accordi Europei di Cambio (AEC). Come mostra il grafico 8, l'inflazione è scesa da un picco del 22%

²¹ Parte della letteratura recente sui fallimenti del coordinamento considera le istituzioni come meccanismi che consentono di selezionare una soluzione in presenza di equilibri multipli (cfr., ad esempio, Bohn e Gorton 1993 e Cooper e John 1988). Ad esempio una delle questioni dibattute in questa letteratura è come generalizzare la stipula di contratti tra privati che siano definiti in termini nominali, considerati superiori ai quelli reali o "indicizzati". Quando le relazioni contrattuali non portano spontaneamente all'adozione di questo tipo di contratti, si possono rendere necessarie un'azione governativa o un'iniziativa legislativa. Ad esempio, in Germania l'indicizzazione salariale è espressamente vietata dalla legge (cfr. Padoa-Schioppa 1987).

GRAFICO 8

PREZZI AL CONSUMO E DELL'OUTPUT INDUSTRIALE
(variazioni percentuali rispetto all'anno precedente)



Fonte: Banca d'Italia, su dati Istat.

circa nel 1980 a poco più del 4% nel 1987. Il secondo periodo, dal gennaio 1987 alla crisi del settembre 1992, ha visto un tasso di cambio assai più stabile che nel periodo precedente ma anche una lieve ripresa dell'inflazione e l'arrestarsi della tendenza alla riduzione del differenziale con gli altri paesi europei. Il terzo periodo, dal settembre 1992 in poi, è stato caratterizzato da un tasso di cambio fluttuante e da un forte deprezzamento della lira.

3.1. 1979-1986: la politica di cambio non accomodante

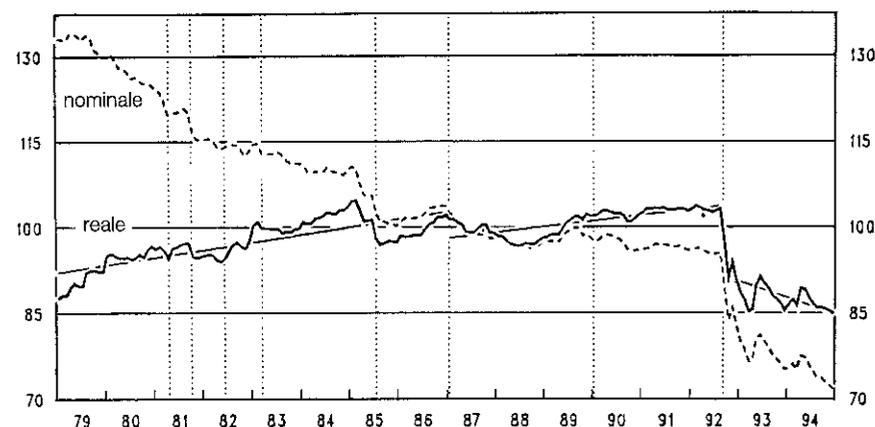
In questo periodo, i riallineamenti della lira all'interno dello SME²² sono stati abbastanza frequenti, ma non tali da compensare pienamente la più rapida crescita dei prezzi interni rispetto a quelli prevalenti all'estero. Ne è risultato un apprezzamento del cambio in termini reali (grafico 9).²³

²² Tutti gli stati membri della CEE partecipano allo SME, mentre solo alcuni di essi partecipano agli AEC - accordo che, tra l'altro, fissa i limiti bilaterali delle fluttuazioni tra valute e tra ciascuna moneta e l'ecu e determina le regole per l'intervento della banca centrale.

²³ La perdita di competitività delle esportazioni italiane è stata meno grave se confrontata con quella dei principali partner commerciali, dato il brusco apprezzamento del dollaro in quel periodo.

GRAFICO 9

TASSI DI CAMBIO EFFETTIVI E NOMINALI DELLA LIRA
RISPETTO ALLE ALTRE VALUTE EUROPEE (1,2)
(indici mensili; 1987=100)



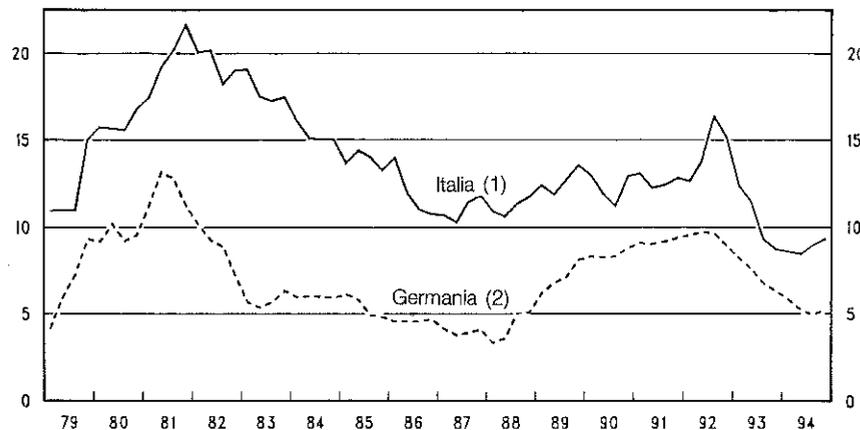
- (1) Le linee verticali si riferiscono ai riallineamenti nello SME che hanno influenzato significativamente la lira e all'entrata della lira nella banda stretta (8 gennaio 1990).
(2) Le altre valute europee incluse negli indici sono le seguenti: franco belga, franco francese, marco tedesco, sterlina inglese, fiorino olandese, lira sterlina irlandese, corona danese e peseta spagnola.

Fonte: Banca d'Italia.

La parità della lira all'interno dello SME è stata difesa principalmente attraverso i controlli sui movimenti di capitale e una politica monetaria restrittiva. Poiché il processo di riforma descritto in precedenza era ancora in una fase iniziale, la politica monetaria non poteva ancora affidarsi solo agli strumenti di mercato. Forti aumenti nei tassi d'interesse a breve termine (grafico 10) furono accompagnati, agli inizi degli anni Ottanta, da un inasprimento degli obblighi di riserva e dei massimali sulla crescita degli impieghi.²⁴ Solo nel 1983 però i tassi d'interesse reali a breve termine si avvicinarono a quelli tedeschi (grafico 11). Le difficoltà e i rischi connessi con il manovrare i tassi d'interesse a breve termine per difendere il tasso di cambio, in presenza di mercati monetari non pienamente sviluppati, portarono in due occasioni, nel 1986 e nel 1987, alla reintroduzione dei massimali sul credito bancario.

²⁴ I massimali sugli impieghi venivano utilizzati insieme a limitazioni su crediti a controparti estere. Vincolando i prestiti denominati in lire, i massimali inducevano i mutuatari a sostituire passività denominate in lire con passività in valuta, favorendo così afflussi di riserve.

GRAFICO 10

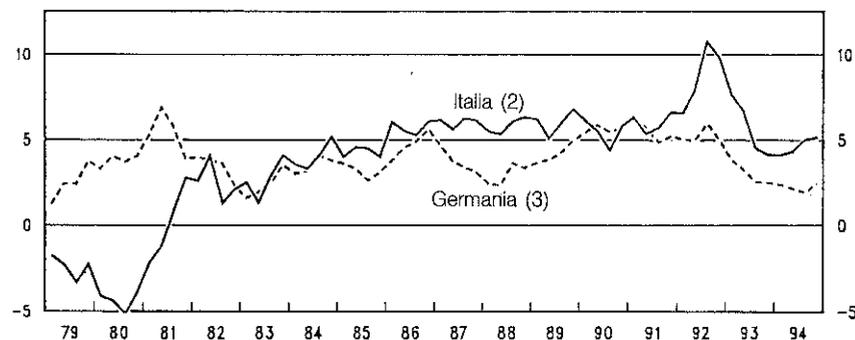
TASSI D'INTERESSE NOMINALI A BREVE
(medie trimestrali)

(1) BOT a tre mesi, tassi d'aggiudicazione.

(2) Prestiti a tre mesi.

Fonti: Banca d'Italia e Bundesbank.

GRAFICO 11

TASSI D'INTERESSE REALI A BREVE (1)
(medie trimestrali)

(1) Tassi lordi, deflazionati con le variazioni dei prezzi al consumo nei 12 mesi precedenti.

(2) BOT a tre mesi, tassi d'asta.

(3) Prestiti a tre mesi.

Fonti: Banca d'Italia e Bundesbank.

Come ampiamente riconosciuto dalla letteratura, l'effetto diretto sull'inflazione dell'entrata nello SME fu rilevante.²⁵ L'apprezzamento della lira in termini reali, oltre a contenere la domanda aggregata, ebbe ripercussioni immediate sui prezzi interni dei prodotti importati e sui prezzi praticati nei settori maggiormente esposti alla concorrenza internazionale. Le imprese manifatturiere reagirono contrastando domande di aumenti salariali²⁶ e riducendo posti di lavoro. Tra il 1980 e il 1985 quasi un milione di dipendenti nell'industria manifatturiera perse lavoro; la produttività lavorativa in questo settore salì di circa il 25%.

Per quanto concerne l'effetto sulle aspettative, l'opinione prevalente è che solo dopo alcuni anni il nuovo regime di cambio divenne sufficientemente credibile, anche perché non furono per lungo tempo realizzate politiche economiche coerenti (De Nardis e Micossi 1991). Secondo Giavazzi e Giovannini (1989) e Giavazzi e Spaventa (1994), un effetto evidente sulle aspettative è riscontrabile solo sei anni dopo l'adesione allo SME.

Questo effetto sulle aspettative è probabilmente imputabile al miglior coordinamento delle politiche che si manifestò dopo mezzo decennio di partecipazione allo SME. Un'importante iniziativa di riforma dei meccanismi istituzionali per la determinazione dei salari e prezzi fu presa nel 1984, quando fu condotto un esperimento di ancoraggio dei salari all'inflazione programmata. Come riportato nell'Appendice IV, dopo una serie di avvenimenti che ebbero luogo nel 1985 e nel 1986, venne introdotto per legge un nuovo sistema di indicizzazione salariale che ridusse notevolmente il grado di copertura dei salari rispetto agli aumenti dei prezzi.

Gli effetti complessivi della politica di cambio non accomodante sull'inflazione furono considerevoli. Come mostrato da Gressani, Guiso e Visco (1988), attraverso una simulazione del modello economico trimestrale della Banca d'Italia, la riduzione dell'inflazione risultò principalmente dall'andamento della componente interna. Solo nel 1986 gli effetti del brusco calo dei prezzi petroliferi e il deprezzamento del dollaro contribuirono in misura rilevante alla disinflazione.

Ci si può chiedere se una strategia alternativa di politica monetaria, basata sul *targeting* della moneta e su un cambio fluttuante,

²⁵ Cfr. Gressani, Guiso e Visco (1988) e Giavazzi e Spaventa (1990).

²⁶ Di rilievo, al riguardo, fu il confronto avvenuto con i sindacati che ebbe luogo alla Fiat nel 1980; cfr. Appendice IV e Padoa-Schioppa (1987).

sarebbe stata altrettanto efficace nel ridurre l'inflazione. L'effetto diretto dell'adozione di una regola monetaria discende dall'influenza che movimenti dei tassi di interesse hanno sulla domanda interna e sulla composizione della ricchezza del settore privato. L'effetto sui salari e sui prezzi si concretizza nella misura in cui il rallentamento nella domanda si ripercuote sull'occupazione e – data la curva di Phillips – sul costo del lavoro. Come mostrano, tra gli altri, Gressani, Guiso e Visco (1988), questo effetto è molto più lento e ridotto rispetto a una regola di cambio che ha un impatto immediato sulle decisioni di prezzo da parte degli operatori.²⁷

Una regola monetaria è credibile se la banca centrale gode di un elevato grado di indipendenza e se la domanda di moneta è sufficientemente stabile. Nel periodo in esame, come si è già visto, la prima condizione non si applicava del tutto al caso italiano. Inoltre, la domanda di moneta era altamente instabile, soprattutto agli inizi degli anni Ottanta quando le banche subirono una forte disintermediazione.

Con ogni probabilità, una regola monetaria sarebbe stata meno efficace di una regola di cambio anche come strumento di coordinamento. Nella situazione italiana di quegli anni, la pressione sulle parti sociali e sulle forze politiche a risolvere i problemi di coordinamento in un regime fondato su una regola monetaria sarebbe stata molto più debole rispetto a quella derivante dall'adesione a una regola di cambio. In una fase in cui l'autonomia legale della banca centrale era ancora incompleta, una regola monetaria avrebbe potuto generare pressioni politiche indebite sulla banca centrale, se non addirittura rallentare la sua evoluzione istituzionale. Al contrario, la partecipazione agli accordi di cambio nello SME aveva acquistato una sorta di valore simbolico in quanto condivisa da un'ampia schiera di forze politiche e sociali che la consideravano condizione necessaria per la partecipazione all'integrazione europea, un processo che in Italia ha sempre ottenuto ampi consensi.

²⁷ Nel loro esercizio econometrico, Gressani, Guiso e Visco (1988, p. 145) simulano l'effetto di una "terapia d'urto" consistente in un aumento dei tassi d'interesse, nel 1980, di 7,6 punti percentuali al di sopra del loro livello effettivo. Come conseguenza si sarebbe avuta, nel 1986, una riduzione dell'inflazione di mezzo punto percentuale rispetto a quella effettiva e una perdita cumulativa della produzione del 9%.

3.2. 1987-1992: un impegno di cambio "credibile"

Dopo essere scesa al livello del 4,1% nel secondo trimestre del 1987, l'inflazione è lentamente risalita fino a un massimo del 6,8% nel secondo trimestre del 1991. La riduzione del differenziale rispetto agli altri paesi comunitari si è arrestata. Due anni dopo il riallineamento del 1987, il tasso di cambio reale, misurato utilizzando i prezzi della produzione, ricominciò ad apprezzarsi.²⁸ La posizione netta dell'Italia verso l'estero, divenuta deficitaria nel 1985, continuò a deteriorarsi negli anni successivi, fino a toccare un massimo dell'11% nel 1992.

Nonostante il peggioramento della posizione esterna, la lira si mantenne relativamente stabile all'interno dello SME. Le riforme nei mercati finanziari nel frattempo realizzate facilitarono notevolmente la manovra dei tassi di interesse. La domanda di titoli alle aste rimase relativamente stabile anche in periodi di massima incertezza. La Banca d'Italia riuscì a fronteggiare le pressioni sulla lira manovrando i tassi di interesse e intervenendo direttamente sul mercato dei cambi.²⁹ In tali condizioni, il governo decise di accelerare la liberalizzazione dei movimenti di capitale e di rientrare nella banda stretta di fluttuazione dello SME nel gennaio 1990.

Il meccanismo attraverso il quale l'adesione allo SME influenzava l'inflazione in questa fase era notevolmente diverso da quello del periodo precedente. Consideriamo anzitutto l'effetto diretto. La capacità della regola di cambio di ridurre la dinamica inflazionistica si attenuò in misura considerevole, principalmente perché nei settori maggiormente esposti alla concorrenza internazionale il differenziale inflazionistico nei confronti degli altri paesi era stato già quasi interamente eliminato. In questo periodo, invece, il differenziale di prezzo tra il settore dei servizi, non esposto alla concorrenza internazionale, e quello manifatturiero si ampliò più che in altri paesi europei.³⁰ Lo

²⁸ Come mostra il grafico 9, in questa fase l'apprezzamento fu più moderato che nella precedente. Tuttavia, mentre nella prima fase l'apprezzamento del dollaro compensò, in larga misura, la perdita di competitività dei prodotti italiani, dopo il 1987 il deprezzamento del dollaro ebbe l'effetto di aggravare la perdita di competitività rispetto ai partner europei.

²⁹ Per una rassegna delle crisi valutarie nel periodo e degli strumenti utilizzati per farvi fronte, cfr. Del Giovane (1994).

³⁰ Secondo Barca e Visco (1992) e Visco (1994), alcune caratteristiche strutturali del settore dei servizi, quali il suo basso grado di concorrenza, spiegano la crescita più rapida dei prezzi di questi ultimi rispetto a quelli del settore manifatturiero e l'inefficacia delle politiche di contenimento della domanda a limitare l'inflazione.

spostamento di risorse a favore dei settori che producevano per il mercato interno contribuì a una riduzione del grado di apertura dell'economia, misurato dalla somma delle esportazioni e delle importazioni in rapporto al Pil, da un livello del 40,4% nel 1981 al 28,9% nel 1992. L'inflazione rimase mediamente elevata e il saldo della bilancia dei pagamenti di parte corrente si deteriorò sensibilmente.

La politica monetaria in questo periodo si rivelò particolarmente efficace nel sostenere il cambio. Inoltre la crescita della moneta non si discostò eccessivamente dagli obiettivi fissati e i tassi reali sui buoni del Tesoro a breve termine rimasero relativamente elevati (grafico 11). Dato che tutto ciò non bastò a ridurre ulteriormente il differenziale d'inflazione con gli altri paesi, ci si può chiedere se l'orientamento della politica monetaria avrebbe dovuto essere maggiormente restrittivo.

Per rispondere a questa domanda bisogna considerare che l'effetto sulle aspettative derivante dalla partecipazione allo SME fu in questo periodo assai diverso rispetto al periodo precedente. Numerosi fattori avevano rafforzato la credibilità dell'impegno del cambio, quali il successo delle manovre monetarie di difesa della parità della lira, la liberalizzazione dei movimenti di capitale e l'entrata della lira nella banda stretta di oscillazione nello SME. Nel frattempo, il processo di unificazione europea si era rafforzato fino a portare, nel dicembre 1991, all'approvazione del Trattato di Maastricht. In queste condizioni ebbero luogo ingenti afflussi di capitale che esercitarono una pressione al ribasso sui tassi d'interesse a breve termine.³¹ Nel periodo immediatamente successivo all'ingresso nella banda stretta emerse una correlazione positiva tra differenziale di cambio e differenziale di tasso di interesse al posto di quella tradizionalmente negativa.³²

Solo una politica monetaria in grado di abbattere rapidamente l'inflazione avrebbe potuto evitare l'effetto negativo dei tassi nominali elevati che attiravano capitali esteri inducendo un afflusso espansionistico di riserve. Una siffatta politica sarebbe stata molto probabilmente incompatibile con l'appartenenza allo SME. Come mostrato da

³¹ Cfr. Angeloni e Passacantando (1991). Relativamente al problema del conflitto tra obiettivi interni ed esterni, cfr. Giavazzi e Spaventa (1990) e Giovannini e Spaventa (1991).

³² In questo periodo, la politica monetaria - secondo Bini Smaghi e Micossi (1990) - ha riflesso anche l'indirizzo meno restrittivo seguito dalla Germania dopo il crollo del mercato azionario dell'ottobre 1987, come sottolineato anche da Ciocca e Nardozzi (1993).

Parigi e Prati (1993),³³ se essa avesse mirato a mantenere la lira nella parte superiore della banda di oscillazione, i risultati in termini di minore inflazione sarebbero stati piuttosto limitati. Ben più efficace sarebbe stata invece una politica che avesse portato alla rivalutazione del cambio. Questa politica, tuttavia, avrebbe incontrato non poche opposizioni sia all'estero, da parte degli altri paesi partecipanti agli accordi europei di cambio, in quel periodo sempre riluttanti ad accogliere qualunque richiesta di allineamento, sia in Italia, dove i produttori di beni nel settore manifatturiero erano già sottoposti a forti tensioni concorrenziali per il costante apprezzamento del tasso di cambio reale.³⁴

Poiché la politica monetaria non era in grado di difendere il cambio e l'abbandono dello SME era fuori discussione, dato che la partecipazione agli accordi di cambio aveva fino allora efficacemente contribuito alla riduzione dell'inflazione, l'unica soluzione sarebbe stata un miglior coordinamento con le politiche dei redditi e di bilancio. La partecipazione allo SME creava sufficienti incentivi per il conseguimento di questo coordinamento? Dalla metà degli anni Ottanta la politica fiscale aveva compiuto alcuni progressi, tradottisi in una diminuzione del disavanzo al netto degli interessi. Tuttavia, i miglioramenti risultarono insufficienti a contrastare la crescita del rapporto tra debito e prodotto. In quanto ai salari, agli inizi degli anni Novanta aumenti molto generosi nelle retribuzioni del settore pubblico crearono un effetto di imitazione nel settore privato. Le trattative su un nuovo meccanismo di indicizzazione salariale iniziarono solo nel giugno 1991 e fecero limitati progressi nei mesi successivi (Appendice IV).

L'esigenza di maggiore coerenza nella politica economica venne segnalata in modi sempre più pressanti nelle analisi della Banca d'Italia di quegli anni e, in particolare, nelle "Considerazioni finali del Governatore" all'Assemblea annuale. La necessità di interventi urgenti fu espressa con forza nelle "Considerazioni finali" del 31 maggio del 1992.³⁵

³³ Parigi e Prati (1993) hanno condotto un esercizio di simulazione con il modello econometrico della Banca d'Italia ipotizzando una lira mantenuta, per mezzo di tassi di interesse più elevati, in prossimità del margine superiore della banda. Il risultato dell'esercizio è che l'inflazione, misurata con l'indice dei prezzi al consumo, sarebbe stata inferiore di 0,2 punti percentuali nel 1990 e di 0,4% nel 1991 a quella effettivamente realizzata.

³⁴ Sull'argomento, cfr. De Nardis e Micossi (1991).

³⁵ Banca d'Italia (1992), "Considerazioni finali del Governatore", *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti per l'anno 1991*.

«la nostra economia vive una fase difficile, nella prossimità delle scadenze europee, sotto l'urgere dei problemi che deve comunque affrontare. Alle questioni che in questa sede da anni sottoponiamo a disamina va data certezza di soluzione in tempi brevi, agendo sin da ora, nelle prossime settimane».

Le vicende successive sono ben note. Due giorni dopo, il 2 giugno, il referendum danese respinse il Trattato di Maastricht, innescando un'ondata senza precedenti di pressioni contro la lira che portò al riallineamento del 13 settembre e alla sospensione dagli Accordi Europei di Cambio il 17 settembre.

Si deve dunque concludere che la partecipazione allo SME ha fallito l'obiettivo di condurre a un regime monetario più stabile? Pur trascurando l'effetto favorevole sull'evoluzione dei mercati e sull'autonomia della banca centrale, la risposta a questa domanda non è affermativa. I cambiamenti che sono intervenuti in quegli anni nei comportamenti salariali e nelle politiche di bilancio, pur molto lenti, hanno prodotto, alla fine, risultati importanti. Nel luglio 1992 l'indicizzazione salariale all'inflazione è stata interamente abolita. Da allora i salari hanno subito un fortissimo rallentamento. Il giorno dopo l'uscita dagli Accordi di Cambio, nel settembre 1992, il governo mise in atto misure radicali di contenimento del disavanzo. Pur senza riuscire a stabilizzare il debito, queste misure determinarono una forte correzione nella dinamica dei conti pubblici.³⁶

Si può quindi concludere che la partecipazione allo SME è stata un efficace strumento per ridurre l'inflazione negli anni immediatamente successivi alla sua creazione e quando si è avvicinato il momento di uscita dagli Accordi di Cambio, allorché si è per la prima volta realizzato un insieme di politiche economiche e di comportamenti tra le parti sociali coerenti con l'obiettivo di assicurare la stabilità monetaria.³⁷

³⁶ Insieme alle altre disposizioni prese nel luglio 1992 e con la Legge finanziaria approvata l'anno precedente, i provvedimenti di settembre determinarono una correzione di tendenza rispetto alla crescita potenziale del disavanzo di 4 punti percentuali nel 1992 e di 5 punti nel 1993, rispetto ai 3,2 del 1991 e all'1,8 del 1990. La maggior parte di quelle disposizioni fu di natura strutturale con un effetto permanente – anche se limitato – sui sistemi pensionistici, sui servizi sanitari, sull'occupazione nel settore pubblico e sui finanziamenti agli enti locali.

³⁷ Giavazzi e Giovannini (1989) mostrano che nella maggior parte dei paesi europei, ad eccezione della Germania, gli AEC hanno contribuito notevolmente alla riduzione dell'inflazione. Bini Smaghi (1994) conferma questi risultati, confutando altri studi sull'argomento, secondo i quali i risultati di inflazione dei paesi aderenti agli AEC non sono stati diversi da quelli degli altri paesi dell'OCSE. Cfr. anche Svensson (1993).

3.3. 1992-1994: l'esperienza con cambi flessibili

In questo periodo l'inflazione è scesa dal 5,2% nel settembre 1992 al di sotto del 4% nell'ultima parte del 1994. Questo risultato è tanto più rilevante se si considera che è stato ottenuto in presenza di un deprezzamento di poco inferiore al 30% del cambio effettivo rispetto ai quindici principali partner commerciali dell'Italia. Inoltre, la bilancia dei pagamenti di parte corrente ha registrato un notevole miglioramento. Di conseguenza, la posizione esterna netta del paese ha invertito la tendenza negativa seguita ininterrottamente dal 1987.

Prima di concludere che l'attuale regime monetario, caratterizzato da un cambio flessibile, sia più efficace del precedente nel contrastare l'inflazione, vanno fatte due considerazioni. In primo luogo, la riduzione dell'inflazione è in parte il risultato di provvedimenti e comportamenti – in particolare quelli che influenzano la dinamica salariale – assunti nel periodo precedente. Inoltre, nell'ultima parte del 1992 e nel 1993 l'economia italiana ha conosciuto una delle più gravi recessioni del dopoguerra.³⁸

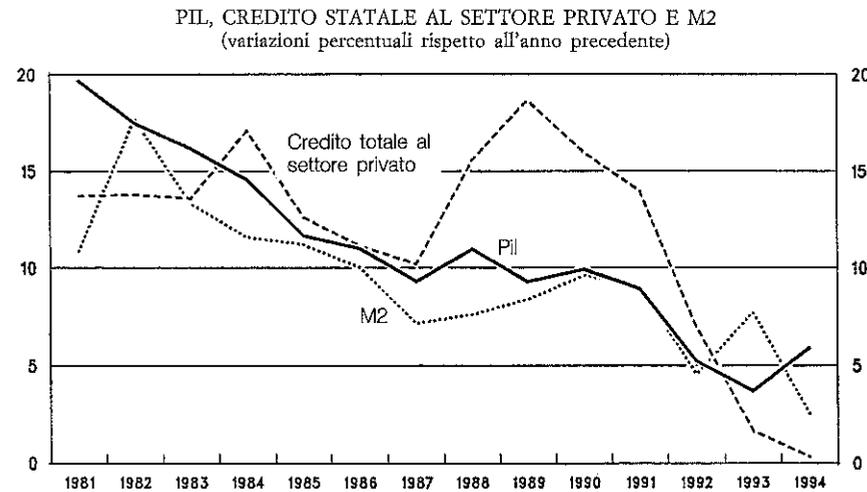
Nell'attuale regime monetario un ruolo cruciale è svolto dall'obiettivo di inflazione fissato annualmente dal governo. Obiettivi d'inflazione sono stati annunciati dagli inizi degli anni Ottanta, ma dal 1992 hanno assunto una funzione molto più rilevante nella formazione delle aspettative perché gli accordi salariali del luglio 1992 e 1993 prevedono che i salari contrattuali vengano predeterminati in funzione dell'inflazione programmata (Appendice IV). A differenza di quanto avviene in altri paesi, in Italia la banca centrale non detiene alcuna responsabilità formale nella definizione dell'obiettivo di inflazione. Tuttavia questo obiettivo, assunto come riferimento nella determinazione della crescita dei salari, risulta generalmente piuttosto ambizioso ed è pertanto improbabile che la banca centrale sia più conservatrice del governo a questo riguardo. La Banca d'Italia, nelle sue dichiarazioni ufficiali, ha quindi quasi sempre condiviso pienamente gli obiettivi di governo per l'inflazione, pur specificando le condizioni da rispettare perché essi fossero realizzabili. Questo sistema può però determinare una mancanza di chiarezza circa l'obiet-

³⁸ Secondo una simulazione controfattuale effettuata da Locarno e Rossi (1994) con il modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia, fu il crollo della domanda interna, più che la svalutazione, a contribuire al miglioramento della bilancia dei pagamenti di parte corrente. Sulla domanda interna influì la forte crisi di fiducia da parte dei consumatori intervenuta dopo la crisi di cambio del 1992.

tivo ultimo della banca centrale. Per questo motivo le dichiarazioni ufficiali della Banca d'Italia hanno di recente mirato a rendere ancora più esplicita che in passato la preminenza dell'obiettivo antinflazionistico dell'azione monetaria.³⁹

Un quadro programmatico di flussi monetari e creditizi è fissato coerentemente con l'obiettivo di inflazione. Come suggerito dal grafico 12 e confermato da recenti studi econometrici, la funzione di domanda di moneta è stata tradizionalmente stabile⁴⁰ e anche le deviazioni rispetto agli obiettivi di crescita monetaria sono state nel complesso non dissimili da quelle degli altri principali paesi europei (tabella 3).⁴¹ Tuttavia, l'obiettivo monetario non viene perseguito in modo rigido quando altri indicatori segnalano cambiamenti in atto nel rapporto tra moneta e inflazione. Ad esempio, nel 1993 la crescita di moneta superava la fascia-obiettivo, soprattutto per uno sposta-

GRAFICO 12



Fonti: Banca d'Italia e Istat.

³⁹ Secondo Padoa-Schioppa (1995) le banche centrali che non seguono una strategia fondata sull'annuncio formale di un obiettivo di crescita specificato quantitativamente non sono in alcun modo meno trasparenti e *accountable* delle banche centrali che perseguono un obiettivo di inflazione, perché possono guadagnarsi la credibilità nei fatti con i risultati che raggiungono e la coerenza dei loro comportamenti nel tempo.

⁴⁰ Cfr. Angelini, Hendry e Rinaldi (1994). Il credito al settore privato è invece cresciuto per molti anni a un tasso molto più rapido del reddito nominale.

⁴¹ La Banca d'Italia ha annunciato gli obiettivi per M2 dal 1984. Tuttavia, M2 è stato per lo più utilizzato come variabile informativa alla fine degli anni Ottanta e agli inizi degli anni Novanta, quando la politica monetaria era concepita principalmente in funzione di un obiettivo di cambio.

TAVOLA 3

TASSI DI CRESCITA DELLA MONETA: OBIETTIVI E ANDAMENTI EFFETTIVI

Paese	1988		1989		1990		1991		1992		1993		1994	
	Obiet.	Effet.	Obiet.	Effet.	Obiet.	Effet.	Obiet.	Effet.	Obiet.	Effet.	Obiet.	Effet.	Obiet.	Effet.
Francia	M2	4-6	4,0	4,3	4-6	4,3	3,5-5,5	-0,5	-	-	-	-	-	-
	M3 ¹	-	-	-	-	-	-	5-7	3,8	4-6	5,9	4-6,5	5	1,2
Germania	M3 ²	3-6	6,7	ca. 5	4,7	4-6	5,6	3-5	5,2	3,5-5,5	9,4	4,5-6,5	7,5	5,7
	M2 ³	6-9	8,9	6-9	9,5	6-9	9,9	5-8	9,0	5-7	6,0	5-7	7,9	2,9
Giappone	M2+CD ⁴	10-11	10,6	9-10	10,0	ca. 11	10,0	ca. 4	2,2	ca. 0	-0,5	2	1,6	2,7
	Regno Unito	M0 ⁵	1-5	7,4	1-5	5,7	1-5	4,0	0-4	2,4	0-4	2,8	0-4	5,6
USA	M2 ⁶	4-8	5,3	3-7	4,8	3-7	4,0	2,5-3,5	2,9	2,5-6,5	1,9	1-5	1,4	0,9
	M3	4-8	6,3	3,5-7,5	3,8	2,5-6,5	1,7	1-5	1,2	1-5	0,5	0-4	0,6	0-4

¹ Obiettivi di medio-lungo termine dal 1994.

² Nel luglio 1991 l'obiettivo per M3 è stato rivisto, dal 4-6%.

³ La cifra per il 1989 include gli aggiustamenti dovuti agli effetti degli scioperi del personale bancario.

⁴ Solo proiezioni.

⁵ A partire dal 1993 solo fasce di monitoraggio.

⁶ Nel luglio 1993 l'obiettivo per M2 e M3 è stato rivisto rispettivamente dal 2-6 e 0,5-4,5%.

mento nella composizione dei portafogli verso attività più liquide. Nel 1994 e agli inizi del 1995 accadeva il contrario, a causa di cambiamenti nella politica di fissazione dei tassi da parte delle banche, in una situazione caratterizzata da una domanda di credito particolarmente debole. Altre variabili, oltre a M2, vengono pertanto tenute sotto osservazione per valutare le condizioni cicliche e l'andamento futuro dell'inflazione. Tra queste, gli aggregati creditizi, un indice Divisa (cfr. Gaiotti 1994), una misura delle attività finanziarie totali. Particolare attenzione è inoltre rivolta a indicatori di aspettative inflazionistiche derivati da indagini e dalla struttura dei tassi di interesse a termine.

Pur essendo il periodo in considerazione assai breve, una valutazione preliminare dell'attuale regime monetario può essere fatta considerando ancora una volta i tre criteri indicati all'inizio di questo paragrafo.

Nell'attuale sistema, la principale variabile di controllo, oltre al tasso di interesse a breve termine, è la crescita dei salari. Quale è stato l'effetto del movimento di questa variabile sui prezzi? Secondo Locarno e Rossi (1994), la moderazione delle richieste salariali, insieme con la debolezza della domanda, ha fortemente contribuito al rallentamento dell'inflazione dopo il 1992. L'obiettivo posto per il 1993 è stato raggiunto, mentre quello per il 1994 è stato mancato per meno di un punto percentuale. Il deprezzamento della lira ha portato a una brusca accelerazione dei prezzi dei prodotti manufatti ma non a un'accelerazione dei prezzi dei beni di consumo, dato che non è riuscito a generare una spirale salari-prezzi.⁴² La politica monetaria ha contribuito al rallentamento dell'inflazione: il tasso di crescita degli aggregati monetari e creditizi ha seguito una tendenza al ribasso e i tassi di interesse reali non sono diminuiti sostanzialmente neppure nel momento culminante della recessione.

Tuttavia, il nuovo regime non ha ancora prodotto un cambiamento permanente nelle aspettative inflazionistiche a lungo termine. Il differenziale dei tassi di interesse a lungo termine con gli equivalenti titoli tedeschi è fortemente diminuito nel 1993 e nei primi mesi del 1994, sebbene da aprile abbia nuovamente registrato un certo ampliamento, raggiungendo circa 500 punti base alla fine dell'anno.

⁴² Altro fattore importante – e in un certo senso imprevisto – è stato la politica di fissazione dei prezzi da parte degli esportatori esteri, che ha ridotto il valore unitario in valuta delle loro esportazioni di circa il 10% nel 1993, nell'intento di non perdere la quota di mercato in un anno di recessione mondiale generalizzata.

Anche se tale differenziale risente della maggiore volatilità dei mercati finanziari italiani e di un rischio-emittente crescente sui titoli del debito pubblico,⁴³ la componente maggiore è spiegata dalle aspettative di ulteriore deprezzamento della lira. In una situazione di rapida ripresa della domanda interna, come quella attuale, tale deprezzamento potrebbe generare pressioni sui prezzi interni. Vari indicatori di aspettative inflazionistiche, quali quelli raccolti nelle indagini, confermano questo rischio.

Il differenziale dei tassi di interesse a lungo termine ha mostrato nel periodo più recente una correlazione positiva molto stretta con il tasso di cambio tra lira e marco. Entrambe le variabili si sono rivelate particolarmente sensibili alle incertezze nel quadro macroeconomico e a notizie di instabilità politica. Le aspettative del mercato risentono molto probabilmente della storia passata di mancata realizzazione degli obiettivi programmatici di finanza pubblica, e vengono influenzate solo in misura limitata dagli attuali maggiori successi dell'azione governativa volta a stabilizzare il rapporto tra debito e prodotto. La banca centrale ha reso più esplicito il proprio obiettivo antinflazionistico ed è intervenuta inasprando con maggiore tempestività le condizioni monetarie al manifestarsi dei primi segni di deterioramento delle aspettative. Eppure le aspettative inflazionistiche sono notevolmente influenzate dalla debolezza del cambio, che a sua volta risente della scarsa credibilità del programma di risanamento dei conti pubblici del governo (cfr. Visco 1995). Ciò limita la capacità della banca centrale di contrastare le aspettative d'inflazione. Questo quadro sembra confermare che la condizione tuttora insoddisfatta del nostro regime monetario è una politica di bilancio tale da modificare in via duratura la percezione del pubblico circa le tendenze di lungo periodo del debito pubblico. Per usare le parole di Allan Meltzer (1983, p. 219), «una regola monetaria senza una regola fiscale non può assicurare stabilità».

⁴³ Se misurato confrontando il differenziale tra i tassi dei titoli di stato decennali con il differenziale dei tassi *swap* tra la lira e il marco di analoga scadenza, il rischio-emittente risultava superiore ai 100 punti base alla fine del 1994.

4. Conclusioni

Esaminando le riforme attuate dal "divorzio" del 1981 alle recenti leggi volte a soddisfare i requisiti previsti dal Trattato di Maastricht, si è sostenuto che le più efficaci nell'allentare la pressione sulla banca centrale a finanziare il Tesoro sono state quelle della fine degli anni Ottanta, riguardanti i mercati monetari e finanziari e la liberalizzazione dei movimenti di capitale. Queste riforme hanno notevolmente contribuito a rafforzare la domanda di titoli di stato da parte del pubblico, anche nelle circostanze avverse di un debito pubblico in crescita continua.

Le riforme istituzionali e l'introduzione di innovazioni nei mercati sono state più intense in periodi di difficili condizioni di mercato, caratterizzati da tassi di interesse in aumento e da debolezza della domanda di titoli pubblici, soprattutto a più lungo termine. I timori di una crisi di sottoscrizione dei titoli pubblici hanno in varie occasioni agito da elemento catalizzatore nell'introduzione di riforme volte ad accrescere la liquidità e lo spessore dei mercati. Un secondo fattore che ha contribuito ad accelerare il cambiamento è stato il processo di integrazione europea e l'esigenza di rispettare i requisiti di Maastricht.

Le riforme hanno avuto come principale effetto quello di rafforzare la capacità della banca centrale di manovrare i tassi di interesse a breve termine e quello di accrescere la reattività dei tassi di mercato ai movimenti dei tassi controllati dall'autorità monetaria. Grazie a questi sviluppi, la banca centrale ha potuto abbandonare i controlli diretti, quali i massimali sul credito, e migliorare la sua capacità di difendere obiettivi di cambio. Non si è invece verificato, e non era ragionevole attenderselo, un collegamento immediato tra maggiore autonomia della banca centrale, minore inflazione e correzioni nelle politiche di bilancio.

La seconda parte del lavoro ha analizzato l'esperienza italiana di una regola di cambio come strumento per ridurre l'inflazione. Il giudizio complessivo è favorevole: soprattutto agli inizi degli anni Ottanta, la partecipazione allo SME ha contribuito considerevolmente al processo di disinflazione. Risultati analoghi sarebbero stati difficilmente ottenuti, agli stessi costi, con un regime alternativo fondato su una regola monetaria, data l'instabilità della domanda di moneta di quegli anni e l'inadeguatezza dell'assetto istituzionale e

della struttura dei mercati in cui la banca centrale operava. La partecipazione agli AEC è divenuta meno efficace come strumento di disinflazione proprio quando l'impegno di cambio è divenuto più credibile, alla fine degli anni Ottanta e agli inizi degli anni Novanta. In quel periodo sono emersi i tipici inconvenienti delle politiche di disinflazione realizzate ancorando il cambio: il deteriorarsi della posizione concorrenziale e il connesso peggioramento della bilancia dei pagamenti di parte corrente e della posizione netta sull'estero del paese.

Lo studio ha raggiunto la conclusione che per valutare diverse regole di *policy* è importante considerare la loro efficacia nel realizzare forme di coordinamento delle scelte degli operatori e dei responsabili della politica economica. La partecipazione agli AEC ha svolto un ruolo importante in questo ambito. La stabilità del cambio è diventata un obiettivo ampiamente condiviso tra le forze politiche e sociali. Alcuni cambiamenti di orientamento nelle politiche salariali e fiscali erano già avvenuti agli inizi degli anni Ottanta, ma i progressi su entrambi i fronti si attenuarono nel periodo successivo. La pressione per una maggiore coerenza nelle politiche economiche è aumentata alla fine degli anni Ottanta e agli inizi degli anni Novanta, quando si è ridotta l'efficacia delle politiche monetarie e del cambio a ridurre ulteriormente l'inflazione. L'azione governativa e gli accordi sindacali non sono riusciti a evitare la crisi dello SME del settembre 1992 ma hanno contribuito alla significativa riduzione dell'inflazione nei due anni successivi, nonostante la grave svalutazione della lira.

Attualmente, il coordinamento delle politiche si incentra su un obiettivo di inflazione fissato dal governo e assunto come punto di riferimento per la determinazione degli aumenti salariali. La politica monetaria fissa i propri obiettivi coerentemente con l'obiettivo di inflazione fissato dal governo. L'elemento che occorre per completare la stabilizzazione monetaria è una riduzione significativa e permanente del debito pubblico. La mancanza di fiducia nella capacità del governo di risolvere i problemi fiscali esercita una costante pressione al ribasso sul cambio. Sebbene l'inflazione sia stata fortemente ridotta, le aspettative di lungo periodo rimangono meno favorevoli di quelle prevalenti negli altri paesi europei. Tali aspettative sono state contrastate dalla politica monetaria restrittiva, ma i risultati di una simile azione sono inferiori a quelli che avrebbero potuto essere ottenuti con una maggiore coerenza della politica fiscale.

APPENDICE I

L'assetto istituzionale della politica monetaria¹

Per illustrare il processo di formazione delle decisioni di politica monetaria in Italia, si prendono in considerazione dapprima le norme che regolano la formulazione dell'orientamento generale della politica monetaria (par. 1.1) e quindi quelle che attengono all'uso degli strumenti di politica monetaria (par. 1.2).

1.1. *L'indipendenza della banca centrale nella formulazione degli indirizzi di politica monetaria*

Nessun articolo della Costituzione italiana attribuisce una specifica responsabilità alla banca centrale in materia di politica monetaria. La Costituzione considera la protezione del risparmio come bene pubblico, ma non fa esplicito riferimento né alla banca centrale, né all'obiettivo della stabilità monetaria. Il ruolo della Banca d'Italia è definito da un'insieme di leggi che regolano le sue relazioni finanziarie e di vigilanza col sistema bancario.

Rientra nei poteri del governo fissare le linee guida della politica economica e, nell'ambito di questa, approvare, almeno formalmente, l'orientamento della politica monetaria. La fissazione degli indirizzi generali della politica economica spetta al Comitato Interministeriale per la Programmazione Economica. Creato nel 1967, il Comitato è composto dai ministri economici e il Governatore della Banca d'Italia è invitato a partecipare alle sue riunioni. Nel mese di settembre di ogni anno, il Governatore sottopone al Comitato, per l'approvazione, gli obiettivi della politica monetaria. Gli obiettivi presentati dal Governatore sono sempre stati approvati.

All'interno della Banca d'Italia, tutte le competenze in materia di politica monetaria, creditizia e del cambio sono concentrate nel Governatore che rappresenta la Banca d'Italia. In pratica, tuttavia, le decisioni di politica monetaria vengono assunte di concerto con gli altri membri del Direttorio: il Direttore Generale e i due Vice Direttori Generali. Il Direttorio si riunisce almeno due volte al mese per esaminare la situazione economica e monetaria. Partecipano a tali incontri anche i dirigenti del Servizio Studi e dei quattro servizi operativi, responsabili dell'attuazione della politica monetaria.

A norma di Statuto, la nomina e la revoca dei membri del Direttorio avviene con decreto del Presidente della Repubblica, promosso dal Presidente

¹ Per ulteriori informazioni dettagliate su questo tema, il lettore interessato potrà consultare Eizenga (1993).

del Consiglio dei Ministri di concerto col Ministro del Tesoro, sentito il Consiglio dei Ministri. Con tale decreto viene approvata la delibera presa dal Consiglio Superiore della Banca, organo deliberativo composto dal Governatore, che lo presiede, e da 13 Consiglieri Superiori, eletti per un mandato triennale dalle assemblee convocate presso le sedi della Banca, in ragione di uno per sede. Tale organo è indipendente poiché nessuno dei suoi membri può rivestire cariche pubbliche, di carattere politico o all'interno di una banca.²

Nessun membro del governo può far parte del Consiglio Superiore o influenzare il suo operato.

È opportuno ricordare che, a salvaguardia dell'indipendenza dell'alta direzione della Banca, il mandato dei membri del Direttorio, ivi incluso quello del Governatore, non è soggetto a scadenza né a limiti di età.

1.2. *L'assetto istituzionale che regola l'attuazione della politica monetaria*

Alcune specifiche caratteristiche regolano l'attuazione della politica monetaria che possono essere classificate secondo l'effetto che esse hanno sulla capacità d'intervento della banca centrale: 1) sul mercato dei cambi; 2) sul mercato secondario dei titoli di stato; 3) sul mercato primario dei titoli di stato e nel finanziamento diretto del debito pubblico; 4) come prestatore di ultima istanza; 5) nella fissazione degli obblighi di riserva.³

Il regime di cambio viene deciso dal governo, ma l'ammontare e la scansione temporale degli interventi sul mercato dei cambi sono discrezionalmente decisi dalla banca centrale. La Banca d'Italia, insieme all'Ufficio Italiano dei Cambi, è responsabile della gestione delle riserve auree e in valuta del paese.⁴

² Il Consiglio Superiore nomina e revoca i membri del Direttorio, stabilisce l'organico e fissa gli stipendi del personale, esamina e approva il bilancio annuale e il conto profitti e perdite e ne delibera la presentazione all'Assemblea dei Partecipanti, stabilisce le forme e i distintivi dei biglietti. Un altro organo deliberativo centrale molto importante è l'Assemblea dei Partecipanti, che si riunisce ogni anno in seduta generale ordinaria l'ultimo giorno lavorativo del mese di maggio. Tra i compiti dell'Assemblea rientra l'approvazione del bilancio e il conto profitti e perdite, l'autorizzazione alla ripartizione degli utili e al pagamento dei dividendi, già deliberati dal Consiglio Superiore, la nomina dei Consiglieri superiori, dei sindaci e dei loro supplenti.

³ La banca centrale potrebbe influenzare l'attività economica anche mediante l'imposizione di controlli diretti sugli impieghi bancari, ma attualmente questo strumento viene utilizzato molto raramente.

⁴ L'Ufficio Italiano dei Cambi (UIC), istituito nel 1945, è formalmente distinto dalla Banca d'Italia. In pratica però vi è un legame molto stretto tra i due istituti: il Governatore della Banca d'Italia è anche presidente dell'UIC e quindi determina i suoi interventi coerentemente con gli obiettivi di politica monetaria. Attualmente la principale funzione dell'Ufficio Italiano dei Cambi è quella di raccogliere dati sulle transazioni con l'estero.

Anche l'effettuazione delle operazioni sul mercato secondario dei titoli di stato è rimessa alla completa discrezionalità della banca centrale. Attualmente, la Banca interviene su questo mercato principalmente con operazioni pronti contro termine, il cui ammontare è deciso dalla Banca e il cui tasso viene fissato endogenamente mediante un meccanismo d'asta.

Negli ultimi anni, nella prospettiva dell'Unione Economica e Monetaria, si sono date nuove basi giuridiche all'autonomia decisionale che la Banca d'Italia ha avuto da sempre.

Nel febbraio 1992, i poteri in materia di fissazione del tasso ufficiale di sconto sono stati affidati alla banca centrale; in precedenza le variazioni di tale tasso dovevano essere stabilite con decreto del Ministro del Tesoro, su proposta del Governatore della Banca d'Italia.

Un altro importante mutamento legislativo si ebbe nel 1993, con l'approvazione della riforma del conto corrente di tesoreria e del regime di riserva obbligatoria. Fino ad allora, il Tesoro poteva fruire di una linea di credito diretta e incondizionata con la Banca d'Italia, mediante uno scoperto su tale conto, fino a concorrenza del 14% dell'ammontare delle spese correnti e in conto capitale previste ogni anno nella Legge finanziaria.⁵ Nel caso in cui il Tesoro avesse raggiunto tale limite e non fosse in grado di finanziarsi in altro modo, la Banca d'Italia avrebbe potuto concedere ulteriori finanziamenti solo se autorizzata a tal fine mediante una legge, nella quale veniva fissato anche l'ammontare del credito straordinario concesso.

L'elemento chiave della nuova legge è il divieto di qualsiasi finanziamento da parte della Banca d'Italia nei confronti del Tesoro. Il conto corrente di tesoreria è stato sostituito da un conto fruttifero, il cui saldo minimo non può essere inferiore ai 30 miliardi di lire. Per rispettare tale norma, nel dicembre 1993 il Tesoro ha emesso circa 31 miliardi di lire in titoli a lungo termine che sono stati acquistati dalla Banca d'Italia a tassi di mercato.

Nel novembre 1994, l'ammontare a debito sul conto corrente del Tesoro con la Banca d'Italia è stato convertito in titoli con scadenza trentennale, con un rendimento dell'1%.

Ai sensi della nuova legge se il saldo sul conto scende al di sotto dei 30 miliardi di lire, il Tesoro ha l'obbligo di ricostituire il saldo entro tre mesi. Se lo squilibrio perdura oltre tre mesi, il Ministro del Tesoro deve presentarsi al parlamento per spiegare le cause di tale ammanco e illustrare le misure correttive da adottare entro la fine del mese successivo. Se il saldo sul conto scende al di sotto dei 15 miliardi di lire, il Ministro del Tesoro deve presentarsi al parlamento entro i primi cinque giorni del mese successivo a quello in cui si è registrato lo sbilancio.

⁵ La Banca d'Italia gestisce il servizio di tesoreria dello stato sin dal 1895. Essa disimpegna tale compito mediante le 95 sezioni provinciali di tesoreria, site presso le filiali della Banca.

Infine, la medesima legge del 1993 affida alla Banca d'Italia i poteri in materia di riserva obbligatoria, entro i limiti specificati dalla legge stessa. In precedenza, le variazioni del regime di riserva obbligatoria dovevano essere sottoposte all'approvazione del Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio.⁶

Nel maggio 1994, la Banca d'Italia ha introdotto una riforma del regime di riserva obbligatoria, secondo quanto stabilito nella legge del 1993. Il coefficiente marginale di riserva è stato fissato al 15% della variazione della raccolta registrata a partire dal luglio 1994. Tutte le categorie di banche sono ora soggette al medesimo obbligo (ivi incluse le banche rurali e gli ex istituti di credito speciale, precedentemente esenti), mentre la raccolta mediante certificati di deposito di scadenza uguale o superiore ai 18 mesi non è più soggetta a riserva.

⁶ Il Comitato, istituito nel 1947, è la più alta autorità in materia creditizia, per la politica del cambio e per la tutela del risparmio. Ne fanno parte i ministri economici ed è presieduto dal Ministro del Tesoro; il Governatore della Banca d'Italia assiste alle sue riunioni ma non ha diritto di voto.

APPENDICE II

Principali cambiamenti nell'assetto istituzionale
e nel quadro regolamentare della politica monetaria

- 1975 Riforma delle aste dei titoli pubblici: la Banca d'Italia è ammessa alle aste alle stesse condizioni degli altri partecipanti. La Banca s'impegna a sottoscrivere tutti i titoli invenduti alle aste. Il Tesoro fissa il tasso base per ogni asta.
- 1979 **Dicembre**
Introduzione dei pronti contro termine in titoli con le banche come strumento di regolazione della liquidità del sistema.
- 1981 **Luglio**
"Divorzio": la Banca d'Italia non è più acquirente residuale alle aste dei titoli pubblici.
- Ottobre**
Introduzione delle aste quindicinali per i Buoni del Tesoro (BOT).
- 1982 **Febbraio**
Prima emissione di Certificati del Tesoro in Euroscudi (CTE).
- Dicembre**
Riforma della riserva obbligatoria: il coefficiente è fissato al 22,5% dell'incremento della raccolta (20% della riduzione); la consistenza del deposito obbligatorio presso la Banca d'Italia non può superare il 22,5% della raccolta totale; la remunerazione varia a seconda delle tipologie di depositi; i pronti contro termine delle banche sono soggetti a riserva.
- 1983 **Maggio**
Introduzione dell'asta competitiva per i BOT a tre mesi.
- 1984 **Marzo**
Introduzione di facilitazioni creditizie per le principali banche attive sul mercato primario dei titoli di stato.
- Maggio**
Estensione dell'asta competitiva ai BOT a sei mesi.
- 1988 **Febbraio**
Estensione dell'asta competitiva ai BOT a dodici mesi.

Maggio

Avvio del mercato secondario telematico per i titoli di stato (MTS). Prima emissione di Certificati di Credito del Tesoro (CCT) quinquennali e settennali.

Luglio

Abolizione del prezzo base alle aste dei BOT a tre mesi.

Novembre

Introduzione di aste a prezzo fisso per i Buoni Poliennali del Tesoro (BTP).

Introduzione dei Certificati di Credito del Tesoro con Opzione (CTO).

1989

Marzo

Abolizione del prezzo base alle aste dei BOT a sei e a dodici mesi.

Aprile

Avvio di un nuovo sistema di regolamento lordo interamente automatizzato, con movimentazione diretta e in tempo reale dei conti di gestione accentrati delle banche presso la Banca d'Italia.

Luglio

Avvio di due nuovi sottosistemi elettronici della compensazione nazionale, per le transazioni non cartacee di importo elevato: il *SIPS*, per le lire di conto estero e le contropartite in lire delle transazioni in cambi, e il *Memorandum elettronico* per gli aggiustamenti delle posizioni di liquidità delle banche e le transazioni effettuate sul mercato telematico interbancario dei depositi (MID).

Settembre

Quotazione dei BOT sul MTS.

1990

Febbraio

Avvio del mercato telematico interbancario dei depositi (MID).

Giugno

Prima emissione di BTP settennali.

Luglio

Introduzione dell'asta marginale per i CCT.

Settembre

Riforma dei conti accentrati in titoli (CAT) detenuti presso la Banca d'Italia dalle banche, società d'investimento, enti internazionali di custodia, eccetera, e introduzione dei trasferimenti di titoli e movimentazione dei conti in tempo reale.

Ottobre

Avvio della mobilitazione della riserva obbligatoria: alle banche è concesso di utilizzare parte dei loro depositi obbligatori presso la Banca d'Italia, fermo restando l'obbligo nella media del mese.

1991

Marzo

Introduzione dei BTP decennali.

Maggio

Riforma delle anticipazioni a scadenza fissa. Il tasso applicato è uguale per tutte le banche e pari al tasso di sconto, più una penalizzazione decisa dal Governatore della Banca d'Italia in relazione alla situazione di liquidità del sistema.

Settembre

Prima quotazione dei *futures* sui BTP al LIFFE.

1992

Febbraio (Legge 82/1992)

Spetta al Governatore della Banca d'Italia fissare il tasso di sconto e il tasso sulle anticipazioni a scadenza fissa.

Maggio

I *futures* sull'euro lira sono quotati al LIFFE.

Agosto

Abolizione del tasso base alle aste dei BTP e dei CCT a medio e a lungo termine.

Settembre

Creazione del mercato dei *futures* (MIF) per i *futures* sui BTP.

Ottobre

La Banca d'Italia introduce un nuovo strumento per regolare la liquidità del sistema: i pronti contro termine in valuta con le banche.

Dicembre

Riforma delle anticipazioni a scadenza fissa: la durata delle operazioni diviene di 32 giorni; introduzione di un sistema di penalizzazioni progressive per le anticipazioni richieste dopo la chiusura della compensazione nazionale.

1993

Settembre

Prima emissione sui mercati internazionali (*global bond*).

Novembre

Prima emissione di BTP trentennali.

Novembre (Legge 483 del 26.11.)

Eliminazione della facilitazione creditizia connessa al conto corrente di tesoreria e creazione del conto presso la Banca d'Italia per far fronte alle esigenze di cassa del Tesoro.

Il regime di riserva obbligatoria, nei limiti fissati dalla legge, è deciso dal Governatore della Banca d'Italia.

1994

Maggio

Primo contratto di opzione sui *futures* sui BTP.

Riforma della riserva obbligatoria: il coefficiente marginale è fissato al 15%; tutte le categorie di banche sono soggette al nuovo regime.

Luglio

Riforma del MTS, con l'introduzione degli "specialisti".

Quotazione telematica dei titoli di stato in borsa.

Novembre

Il debito sul conto corrente di tesoreria viene convertito in titoli con scadenza trentennale, con un rendimento, invariato, dell'1%.

APPENDICE III

Principali mutamenti nella normativa valutaria

- 1976 Le infrazioni della normativa valutaria con diretta rilevanza per l'equilibrio della bilancia dei pagamenti rientrano tra i reati penali.
- 1981 Razionalizzazione della normativa valutaria sulle transazioni finanziarie. Depenalizzazione dei reati minori.
- 1986 Legge delega al governo per la riforma della normativa valutaria, che dovrà basarsi sul principio che sono permesse tutte le transazioni commerciali e finanziarie con l'estero tranne quelle espressamente vietate.
- 1987 Nuova legislazione valutaria che sancisce il principio della libertà valutaria. Entra in vigore il 1° ottobre 1988. Sussistono ancora alcune restrizioni che possono essere eliminate in via amministrativa dalle autorità valutarie:
- monopolio dei cambi;
 - limite sulla posizione giornaliera con l'estero e sulla posizione creditrice sull'estero sia in lire sia in valuta delle banche;
 - restrizioni permanenti ai movimenti di capitale a breve termine dei soggetti residenti non bancari.
- 1988 Testo Unico in materia valutaria, che riprende il decreto del 1987. Completa depenalizzazione dei reati valutari.
- 1990 Completamento della liberalizzazione: abrogazione di tutte le rimanenti restrizioni.

APPENDICE IV

Principali eventi in materia di politica dei redditi

- 1975 **Accordo Agnelli-Lama**
Accordo sulla scala mobile: introduzione di scatti trimestrali di ammontare predeterminato basato sull'indice del costo della vita, uguale per tutte le categorie di lavoratori ("punto unico"). Pienamente operante nel 1977 per i lavoratori del settore privato e in seguito per i lavoratori del settore pubblico. Prima del 1975, l'indicizzazione del salario variava a seconda della qualifica.
- 1980 La Fiat inizia e conclude positivamente - dopo 35 giorni di sciopero - lo scontro con i sindacati ("Marcia dei 40.000").
- 1982 La Confindustria denuncia unilateralmente l'accordo del 1975 (il "punto unico" penalizza i redditi più elevati).
- 1983 **Protocollo Scotti**
Accordo generale in materia di tassazione, salari e prezzi amministrati. Riforma del meccanismo di indicizzazione: riduzione del grado di protezione contro l'inflazione; introduzione di tetti agli aumenti salariali dei lavoratori della pubblica amministrazione per il triennio 1983-85.
- 1984 Decreto legge sul contenimento degli aumenti delle retribuzioni, delle tariffe e dei prezzi: gli incrementi salariali della prima metà del 1984 furono basati sul tasso programmato di inflazione. *Ex post*, il decreto ha prodotto una riduzione del 4% dell'indennità percepita.
- 1985 Il referendum promosso dalle opposizioni sull'abolizione del decreto del 1984 e il ripristino dei 4 punti ha esito negativo.
- 1986 **Legge 38/1986**
Nuovo sistema di scala mobile: aggiustamento semestrale (maggio-novembre); copertura integrale per le prime 580.000 lire di retribuzione per tutti i lavoratori; 25% di copertura per la restante parte del salario. Viene applicato al settore privato il trattamento già previsto dal 1985 per il settore pubblico. Dato che la legge prevedeva la scadenza del meccanismo nel 1989, la Confindustria e i sindacati concordano il rinnovo tacito dell'accordo alla scadenza.
- 1990 **Giugno**
La Confindustria decide di non rinnovare l'accordo sulla scala mobile.

Luglio

I rappresentanti dei datori di lavoro e gli esponenti sindacali si accordano sul mantenimento del sistema vigente (una nuova legge proroga il meccanismo di indicizzazione fino al dicembre 1991) e avviano la revisione complessiva della normativa sul costo del lavoro, la contrattazione salariale e i meccanismi di indicizzazione.

1991

Giugno

Avvio delle trattative.

Dicembre

Accordo preliminare tra datori di lavoro e sindacati: accettazione formale della cessazione del meccanismo di indicizzazione salariale vigente. La scala mobile viene pagata per l'ultima volta nel novembre 1991.

1992

Luglio

Protocollo sulla politica dei redditi, la deflazione e il costo del lavoro.

Altre misure:

- versamento compensativo di L. 20.000 mensili per il 1993;
- sospensione della contrattazione salariale a livello aziendale nel 1993 e blocco dei contratti della pubblica amministrazione fino alla fine del 1993;
- nessuna nuova forma di indicizzazione salariale generalizzata: la contrattazione collettiva diviene lo strumento per fissare i salari nominali.

1993

Luglio

Accordo tra il governo, i datori di lavoro e i sindacati, che stabilisce un vincolo esplicito tra contrattazione collettiva e politica dei redditi, e favorisce la proceduralizzazione delle relazioni tra le parti sociali.

Principali provvedimenti:

- consultazioni semestrali formali tra datori di lavoro, sindacati e governo, preliminari all'adozione delle principali misure di politica economica;
- la contrattazione a livello nazionale stabilisce gli incrementi dei salari nominali coerenti con gli obiettivi di inflazione fissati dal governo;
- impegno ad agire in linea con gli obiettivi economici e introduzione di strumenti atti a scoraggiare comportamenti incoerenti;
- due livelli di contrattazione: a livello nazionale, i contratti collettivi fissano i salari minimi contrattuali, a livello locale (o aziendale) i contratti decentrati stabiliscono eventuali premi o maggiorazioni;

- due scadenze contrattuali: ogni quattro anni per gli aspetti normativi e ogni due per gli aspetti economici;
- l'indicizzazione scompare ma viene reintrodotta sulla base degli obiettivi di inflazione nei periodi in cui la contrattazione prosegue dopo la scadenza dei contratti, al fine di ridurre i conflitti tra le parti sociali ("indennità di vacanza contrattuale").

Il governo si impegna inoltre a:

- introdurre misure che favoriscano la mobilità del mercato del lavoro e la creazione di nuovi posti di lavoro (contratti di formazione differenziati per i giovani, lavoro interinale, contratti a tempo determinato per lavoratori "in mobilità", incentivi per i datori di lavoro che assumono nuova forza lavoro);
- estendere la cassa integrazione guadagni (CIG) alle piccole imprese e alle imprese di servizi e aumentare l'indennità ordinaria.

BIBLIOGRAFIA

- AKHTAR, M.A. e H. HOWE (1991), "The political and institutional independence of U.S. monetary policy", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, no. 178, September, pp. 343-89.
- ALESINA, G., A. PRATI e G. TABELLINI (1990), "Public confidence and debt management: a model and a case study of Italy", in R. Dornbusch and M. Draghi eds, *Public Debt Management: Theory and History*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 94-118.
- ANGELINI, P., D.F. HENDRY e R. RINALDI (1994), "An econometric analysis of money demand in Italy", *Temi di discussione*, no. 219, Banca d'Italia.
- ANGELINI, P. e F. PASSACANTANDO (1993), "Central bank's role in the payment system and its relationship with monetary policy and supervision", in F. Bruni ed., *Proceedings of the Conference organized by the "Paolo Baffi" Centre for Monetary and Financial Economics, held at Bocconi University, Milan, February 5th, 1993*, Università Bocconi, Milano, pp. 453-92.
- ANGELONI, I. (1994), "The Bank of Italy monthly money market model: structure and applications", *Economic Modelling*, vol. 11, no. 4, pp. 387-412.
- ANGELONI I. e F. PASSACANTANDO (1991), "Monetary policy in Italy: institutional and economic aspects", in Bank for International Settlements ed., *The Orientation of Monetary Policy and the Monetary Policy Decision-Making Process*, C.B. 390, Basle, pp. 87-111.
- BANCA D'ITALIA, ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA DEGLI AZIONISTI, *Relazione annuale*, vari anni.
- BANCA D'ITALIA (1988), "Modello mensile del mercato monetario", *Temi di discussione*, n. 108.
- BARCA, F. e I. VISCO (1992), "L'economia italiana nella prospettiva europea: terziario protetto e dinamica dei redditi nominali", *Temi di discussione*, n. 175, Banca d'Italia.

- BINI SMAGHI, L. (1994), "La disciplina dello SME ha contribuito alla convergenza dell'inflazione?", *Moneta e Credito*, giugno, pp. 173-83.
- BINI SMAGHI, L. e S. MICOSI (1990), "La gestione del cambio nello SME con completa mobilità dei capitali", *Moneta e Credito*, marzo, pp. 33-69.
- BUTTIGLIONE, L. e F. DRUDI (1994), "The auction mechanism for the settlement of medium- and long-term securities of the Italian Treasury", *Bond Markets, Treasury and Debt Management: The Italian Case*, London, Chapman & Hall, pp. 111-26.
- BUTTIGLIONE, L. e A. PRATI (1991), "La scelta del meccanismo di collocamento dei titoli di Stato: analisi teorica e valutazione dell'esperienza italiana", Banca d'Italia, *Temi di discussione*, n. 146, gennaio.
- BOHN, H. e G. GORTON (1993), "Coordination failure, multiple equilibria and economic institutions", *Economica*, vol. 60, August, no. 239, pp. 257-80.
- BRUNI, F. e M. MONTI (1992), "Autonomia della Banca Centrale, inflazione e disavanzo pubblico: osservazioni sulla teoria e sul caso italiano", in M. Arcelli a cura di, *Il ruolo della banca centrale nella politica economica*, Bologna, Il Mulino.
- CARANZA, C. e A. FAZIO (1983), "Methods of monetary control in Italy: 1974-1983", in D.R. Hodgman ed., *The Political Economy of Monetary Policy: National and International Aspects*, Federal Reserve Bank of Boston, Boston.
- CIOCCA, P. (1992), "Il principio di autonomia nel Central Banking", *Quaderni di economia e finanza*, Banco di Sardegna, vol. 1, pp. 1-22.
- CIOCCA, P. e G. NARDOZZI (1993), *L'alto prezzo del danaro*, Laterza, Roma-Bari.
- COOPER, R. e A. JOHN (1988), "Coordinating coordination failures in Keynesian models", *Quarterly Journal of Economics*, no. 3, August, pp. 441-64; ristampato in E. Phelps ed., *Recent Developments in Macroeconomics*, vol. 1, Edward Elgar, Aldershot, 1991, pp. 96-118.
- COTTARELLI, C., G. FERRI e A. GENERALE (1995), "Bank lending rates and financial structure in Italy: a case study", *IMF Staff Papers*, vol. 42, no. 3, September, pp. 670-702.
- CUKIERMAN, A. (1994), "Commitment through delegation, political influence and central bank independence", in J. de Beaufort Wijnholds, S. Eijffinger and L. Hoogduin eds, *A Framework for Monetary Stability*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht/Boston, London.
- DE HAAN, J. e J.E. STURM (1992), "Argomentazioni a favore dell'autonomia delle banche centrali", *Moneta e Credito*, settembre, pp. 315-37.
- DE NARDIS, S. e S. MICOSI (1991), "Disinflazione e re-inflazione in Italia: le implicazioni per la transizione all'unità monetaria", *Moneta e Credito*, giugno, pp. 163-97.
- DEL GIOVANE, P. (1994), "The defence of exchange rates in EMS: instruments and strategies, 1987-1993", *Temi di discussione*, no. 228, Banca d'Italia.
- EIJFFINGER, S. e E. SCHALING (1993), "Indipendenza delle banche centrali in dodici paesi industrializzati", *Moneta e Credito*, marzo, pp. 61-105.
- EIZENGA, W. (1993), "The Banca d'Italia and monetary policy", *SUERF Papers on Monetary Policy and Financial Systems*, no. 15.

- EPSTEIN, G.A. e J.B. SCHOR (1986), "The divorce of the Banca d'Italia and the Italian Treasury: a case study of central bank independence", *Harvard Institute of Economic Research Discussion Papers*, no. 1269.
- GAJOTTI, E. (1994), "Measuring money with a divisia index: an application to Italy", *Temi di discussione*, no. 223, Banca d'Italia.
- GAJOTTI, E. e G. SALVEMINI (1992), "Budgetary policy problems in Italy and their implications for monetary policy", in Bank for International Settlements ed., *Current Issues in Fiscal Policy and Their Implications for the Conduct of Monetary Policy*, C.B. 391, Basle.
- GIAVAZZI, F. e A. GIOVANNINI (1989), *Limiting Exchange Rate Flexibility: The European Monetary System*, The MIT Press, Cambridge, Mass.
- GIAVAZZI, F. and M. PAGANO (1988), "The advantage of tying one's hands - EMS discipline and central bank credibility", *European Economic Review*, vol. 32, pp. 1055-82.
- GIAVAZZI, F. e L. SPAVENTA (1990), "The 'new' EMS", in L. Papademos and P.C. De Grauwe eds, *The European Monetary System in the 1990's*, Longman, Harlow, pp. 65-85.
- GIAVAZZI, F. e L. SPAVENTA (1994), "Italy: the real effects of inflation and disinflation", in M. Baldassarri ed., *The Italian Economy, Heaven or Hell?*, St. Martin's Press, London, pp. 19-59.
- GIOVANNINI, A. e L. SPAVENTA (1991), "Fiscal rules in the European Monetary Union: a 'no-entry' clause", in A.B. Atkinson and R. Brunetta eds, *Economics for the New Europe*, Macmillan, London, pp. 99-125.
- GIOVANNINI, A. e L. SPAVENTA (1994), "Central Bank Independence", lavoro presentato alla conferenza su "Central Bank Independence and Accountability: Open Issues and Institutional Reforms", Università Bocconi, Milano, 4 marzo.
- GOODHART, C.A.E. (1994), "Central bank independence", in *The Central Bank and the Financial System*, Macmillan, London, 1995, pp. 60-71.
- GOODMAN, J.B. (1992), *Monetary Sovereignty - The Politics of Central Banking in Western Europe*, Cornell University Press, London.
- GRESSANI, D., L. GUISSO e I. VISCO (1988), "Disinflation in Italy: an analysis with the econometric model of the Bank of Italy", *Journal of Policy Modeling*, vol. 10, no. 2, pp. 163-203.
- GRILLI, V., D. MASCIANDARO e G. TABELLINI (1991), "Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries", *Economic Policy*, vol. 13, October, pp. 341-92.
- LEIJONHUFVUD, A. (1984), "Constitutional constraints on the monetary powers of government", in R.B. McKenzie ed., *Constitutional Economics*, Lexington Books, Lexington, pp. 95-107.
- LIPPI F. e O. SWANK (1994), "On the optimal degree of central bank independence: trading off credibility versus flexibility", mimeo.

- LOCARNO, A. e S. ROSSI (1994), "Inflation and external accounts in post-devaluation Italy: beyond the conventional wisdom", Banca d'Italia, mimeo.
- LOHMANN, S. (1992), "Optimal commitment in monetary policy: credibility versus flexibility", *American Economic Review*, no. 82, pp. 273-86.
- MELTZER, A.H. (1983), "Monetary reform in an uncertain environment", *Cato Journal*, 3, Spring, pp. 93-112; reprinted in J. Doins and A.J. Schwartz eds, *The Search for Stable Money - Essays on Monetary Reform*, University of Chicago Press, Chicago, 1987, pp. 210-20.
- PADOA-SCHIOPPA, T. (1987), "Reshaping monetary policy", in R. Dornbusch and S. Fischer eds, *Macroeconomics and Finance. Essays in Honor of Franco Modigliani*, The MIT Press, Cambridge, Mass.
- PADOA-SCHIOPPA, T. (1995), "Styles of monetary management", 7th International Conference Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies, Tokyo 26-27 October, mimeo.
- PARIGI, G. e A. PRATI (1993), "Monetary policy, inflation and the business cycle: an analysis with the Bank of Italy's quarterly econometric model (1989-1991)", in Bank for International Settlements ed., *Changes in the Business Cycle and the Implications for Monetary Policy*, C.B. 392, Basle, pp. 139-68.
- PARKIN, M. (1986), "Domestic monetary institutions and fiscal deficits", *University of Western Ontario, Department of Economics, Working Paper*, no. 8605.
- POSEN, A.S. (1993), "Why central bank independence does not cause low inflation: there is no institutional fix for politics", in R. O'Brien ed., *Finance and the International Economy*, Oxford University Press, Oxford, pp. 40-59.
- SALVEMINI, M.T. (1983), "The treasury and the money market - The new responsibilities after divorce", *Review of Economic Conditions in Italy*, no. 1, February, pp. 33-54.
- SVENSSON, L.E.O. (1993), "Fixed exchange rates as a means to price stability: what have we learned?", *NBER Working Paper Series*, no. 4504.
- TABELLINI, G. (1987), "Central bank reputation and the monetization of deficits: the 1981 Italian monetary reform", *Economic Inquiry*, vol. XXV, no. 2, pp. 185-200.
- VISCO, I. (1994), "Caratteri strutturali dell'inflazione italiana 1986-1991", in *Caratteri strutturali dell'inflazione italiana*, Il Mulino, Bologna, pp. 19-60.
- VISCO, I. (1995), "Inflation, inflation targeting and monetary policy. Notes for discussion on the Italian experience", in L. Leiderman and L.E.O. Svensson eds, *Inflation Targets*, CEPR, London, pp. 142-168.