

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI SIENA



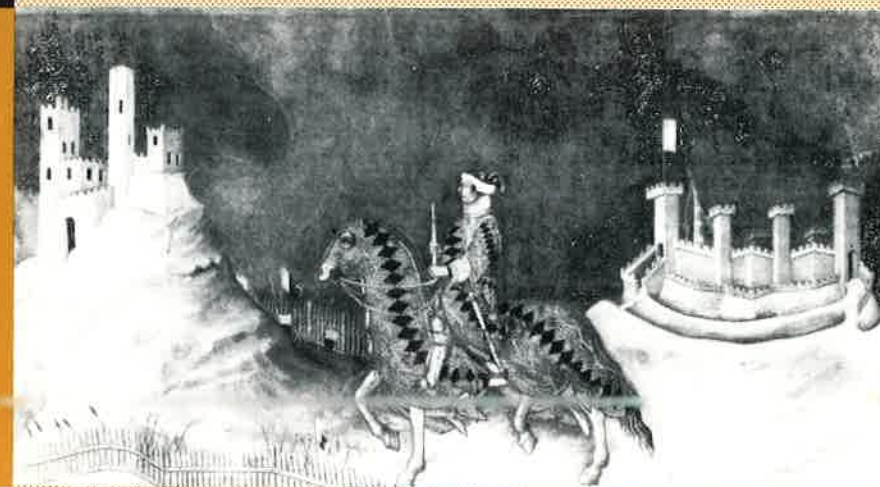
QUADERNI DEL DIPARTIMENTO
DI ECONOMIA POLITICA

UGO MARANI

RICCARDO AZZOLINI

SVALUTAZIONE E POLITICA ECONOMICA

OSSERVAZIONI SULLA CRISI VALUTARIA DEL 1992



**QUADERNI DEL DIPARTIMENTO
DI ECONOMIA POLITICA**

COMITATO SCIENTIFICO

**MARCELLO DE CECCO
MASSIMO DI MATTEO
RICHARD GOODWIN
MICHIO MORISHIMA
MARIO NUTI
LIONELLO F. PUNZO
SILVANO VICARELLI**

Redazione: Dipartimento di Economia Politica, Piazza S. Francesco, 17 - 53100 Siena -
tel.0577/298620

La Redazione ottempera agli obblighi previsti dall'Art.1 del D.L.L. 31.8.45 n.660

Le richieste di copie della presente pubblicazione dovranno essere indirizzate alla Redazione

I Quaderni del Dipartimento di Economia Politica dell'Università di Siena vengono pubblicati come servizio atto a favorire la tempestiva divulgazione di ricerche scientifiche originali, siano esse in forma provvisoria o definitiva. I Quaderni vengono regolarmente inviati a tutti gli Istituti e dipartimenti italiani, a carattere economico, nonché a numerosi docenti e ricercatori universitari. Vengono altresì inviati ad enti e personalità italiane ed estere. L'accesso ai Quaderni è approvato dal Comitato scientifico, sentito il parere di un referee.

(Dal 1979 a tutto il 1987 la denominazione della presente Collana è stata: "Quaderni dell'Istituto di Economia". La numerazione progressiva rimane tuttavia la stessa).

Ugo Marani
Riccardo Azzolini

**SVALUTAZIONE E POLITICA ECONOMICA
OSSERVAZIONI SULLA CRISI
VALUTARIA DEL 1992**



Siena, maggio 1993

(Pervenuto il 20 maggio 1993)

1. INTRODUZIONE

In questo lavoro intendiamo svolgere alcune riflessioni sulle determinanti prossime e più remote della crisi valutaria che ha coinvolto la lira, così come molte altre monete europee, a partire dall'estate del 1992.

La crisi si è tradotta nell'abbandono, da parte della moneta italiana, dello SME e in una sua svalutazione nei confronti, per esempio, del cambio medio del 1991 con il marco tedesco, che oscilla attualmente tra il 27 e il 30% circa. Si tratta quindi di una delle svalutazioni più consistenti subite dalla lira nella storia recente del nostro paese.

E' ovviamente difficile, in proposito, individuare le cause che hanno determinato una crisi valutaria di simili proporzioni.¹

L'interpretazione dominante della pubblicistica corrente ha sostanzialmente abbracciato l'ipotesi che la svalutazione della lira verificatasi nel Settembre 1992 sia consistita in un evento subito dalle nostre autorità monetarie a causa

¹Intendiamo, nel presente lavoro, concentrare l'attenzione sugli eventi verificatisi nel 1992, e in particolare sulla crisi valutaria di Settembre e su quelle che riteniamo esserne state le determinanti. Sull'andamento del cambio della lira hanno poi influito, nel corso dei primi mesi del 1993, fenomeni di natura presumibilmente ancora più complessa, che suscitano una serie di interrogativi i quali meritano una risposta che non rientra negli scopi del presente lavoro. Cercheremo tuttavia, nella parte conclusiva, di accennare a qualche possibile tentativo di spiegazione.

dello scatenarsi di pressioni speculative sui mercati valutari originato dall'operare congiunto di una molteplicità di fenomeni. Sul piano internazionale è stato sottolineato come i limiti e le asimmetrie degli accordi di cambio dello SME abbiano avuto modo di esplicitarsi compiutamente a seguito di una marcata divergenza di intonazione delle politiche monetarie seguite dagli Stati Uniti e dalla Germania. Sul piano strettamente nazionale si è individuato nel mancato contenimento del disavanzo e del debito pubblico e nell'assenza di una credibile politica di rientro i fattori fondamentalmente presi in considerazione dalla speculazione internazionale.

Sul versante diametralmente opposto vi è stato chi ha creduto di intravedere elementi sufficienti a suffragare l'ipotesi di una "svalutazione manovrata", e cioè della volontà della nostra Banca Centrale di effettuare, nel corso dell'ultima parte del 1992, una ridefinizione di parità ormai irrealistiche e non difendibili, prendendo spunto da una tensione valutaria generalizzata, prima del passaggio alla fase di tassi di cambio irrevocabili. Alcuni elementi tenderebbero, almeno ex post, ad avallare questa seconda interpretazione: per esempio, la svalutazione si è verificata dopo che gli accordi sul costo del lavoro di Luglio hanno deindicizzato l'economia; inoltre, la crisi valutaria ha di fatto consentito un indirizzo interno di politica economica di emergenza che in precedenza non era riuscito ad ottenere consensi sufficienti.

Ipotizzando, tuttavia, che tale crisi sia stata subita dalle autorità monetarie italiane, occorre dire che il comportamento da esse seguito suscita perplessità da molti punti di vista:

(a) sul piano dei messaggi indirizzati al mercato, rispetto al quale si nota oggi l'importanza dei problemi di aspettative e di reputazione, la credibilità della nostra moneta è stata dalla Banca centrale continuamente collegata, fino ai limiti dell'allarmismo, all'urgenza di una manovra di rientro dagli squilibri di finanza pubblica consistente e di

non facile attuazione. E' stata di fatto stabilita una relazione funzionale tra evoluzione del debito pubblico e mantenimento degli accordi di cambio, relazione questa, a nostro avviso, difficilmente sostenibile sul terreno strettamente analitico.

(b) la crisi valutaria si è verificata dopo alcuni anni di rivalutazione in termini reali della lira che è stata consentita all'interno di uno schema di politica economica suscettibile di dare luogo a problemi di indeterminatezza, poichè un unico strumento (i tassi di interesse) è stato assegnato al perseguimento di due obiettivi (quantità di moneta a fronte di un disavanzo pubblico elevato e crescente ed equilibrio esterno); la riconduzione a coerenza di tale schema si è rivelata pertanto sempre più difficile;

(c) nell'ambito di tale (faticosa) riconduzione a coerenza, in particolare, il perseguimento dell'equilibrio esterno, in condizioni di persistenti disavanzi della bilancia di parte corrente, è avvenuto incentivando due forme di afflusso di capitali, come i capitali bancari e la sottoscrizione di titoli pubblici liquidi da parte dell'estero, fortemente aleatorie e sensibili a eventuali effetti di annuncio "perversi" della Banca d'Italia (come la citata insistenza sui ritardi della manovra di finanza pubblica); occorre aggiungere che il mantenimento di un elevato livello dei tassi di interesse interni, tale da garantire adeguati differenziali rispetto ai tassi esteri, produce un afflusso di capitali ma nel contempo provoca un crescente deflusso tramite i redditi di capitali e aggrava l'indebitamento cumulato sull'estero: ed è questo, e non il debito pubblico, l'elemento che può provocare instabilità del cambio;

(d) ne consegue che, se la crisi valutaria è stata provocata dalla speculazione internazionale, si deve dire che essa era fornita di munizioni utilizzabili a breve termine; è nostra convinzione, inoltre, che i fondamentali che essa ha avuto quale punto di riferimento nell'estate-autunno 1992, come mostreremo, sono essenzialmente di natura "reale" e non attinenti lo stato della finanza pubblica.

La struttura del lavoro è articolata nel modo seguente. Nel secondo paragrafo analizzeremo in dettaglio le determinanti più prossime della crisi valutaria del 1992. Nel terzo e nel quarto paragrafo ne approfondiremo le cause strutturali, viste sia dal punto di vista dell'andamento della Bilancia dei pagamenti sia da quello, complementare, dell'andamento della competitività e della redditività delle imprese industriali private.² Seguirà, nel quinto paragrafo, la discussione di alcuni problemi che la crisi valutaria del 1992 ha messo a nostro parere in evidenza. Si tratta anzitutto di problemi di carattere strutturale, che riguardano di nuovo le determinanti di non breve periodo della stessa crisi. Il primo di essi concerne l'interrogativo se questa sia interpretabile alla luce della teoria cosiddetta delle *optimum currency areas*. Il secondo è connesso al fallimento di un tentativo effettuato negli anni ottanta, in Italia così come in altri paesi della CE, di utilizzare il cambio quale strumento di una politica industriale *supply side*. Il terzo è relativo agli effetti di un simile fallimento, che si è tradotto nell'impossibilità di conciliare, nel medio periodo, l'accumularsi di disavanzi di bilancia commerciale con un sistema di cambi nominali sempre più rigidi nell'ambito dello SME (e addirittura di arrivare, con l'applicazione del trattato di Maastricht, a parità irrevocabilmente fisse). Infine, si cercherà di fornire qualche tentativo di risposta al quesito, più connesso con gli eventi dei primi mesi del 1993, circa la possibilità o meno di stabilire quale sia il tasso di cambio "di equilibrio" della lira.

² Al riguardo, lo schema di riferimento implicito nell'analisi è riconducibile principalmente ad Azzolini e Marani (1984), a Giannola e Marani (1991) e a Marani (1991); si veda inoltre Graziani (1991).

2. LE DETERMINANTI DELLA CRISI VALUTARIA DEL 1992.

Come abbiamo detto, nella parte centrale del 1992 si è verificata una crisi valutaria che non ha precedenti nel corso dell'ultimo quindicennio: tutte le principali valute sono state coinvolte, mentre in precedenza i problemi erano stati creati fondamentalmente dal dollaro.

La conseguenza della crisi è stata la parziale dissoluzione degli accordi di cambio (SME) in vigore dal 1979. La sequenza degli avvenimenti che ha portato a ciò appare convulsa. La causa scatenante è certamente riconducibile agli accordi di Maastricht, nel senso che si trattava di accordi basati su meccanismi di "convergenza nominale" palesemente difficili da conseguire in linea di principio e, nei fatti, sconfessati dalla attuazione pratica delle politiche economiche dei vari paesi firmatari. A ciò si aggiunga che non veniva valutato nelle sue piene implicazioni il problema, oramai ricorrente nell'ultimo ventennio, della coesione delle politiche europee nei confronti degli Stati Uniti, in particolar modo allorquando il marco tedesco registra tendenze all'apprezzamento rispetto al dollaro.

Ciò è apparso ancora più chiaro quando, all'inizio di Luglio del 1992, le autorità statunitensi hanno portato il tasso di sconto a livelli tali da determinare un differenziale di tassi di interesse, in particolare con la Germania, suscettibile di produrre forti afflussi di capitali verso questo paese e una conseguente svalutazione del dollaro.

La scelta che si poneva allora agli altri paesi europei, in un contesto nel quale la Bundesbank reagiva aumentando ulteriormente il proprio tasso ufficiale di sconto, era in termini di alternativa tra il privilegiare gli accordi di cambio, seguendo l'impostazione della politica monetaria tedesca, o di dare enfasi ad obiettivi di carattere interno, lasciando che il cambio si adeguasse e che si determinassero

riallineamenti all'interno dello SME. Sulle ragioni di fondo che hanno portato la Bundesbank ad agire in modo siffatto, in contrasto con la logica di un paese leader che tenti di minimizzare le tensioni all'interno della propria area valutaria si ritornerà tra breve. Per intanto si può osservare che all'inizio di Luglio dello scorso anno tutti i paesi europei, senza eccezioni, hanno scelto la prima alternativa, e cioè quella di tentare di mantenere la parità dei cambi tramite aumenti dei propri tassi di interesse.

In ciò si sono distinti in modo particolare Italia e Gran Bretagna, nella convinzione, peraltro diffusa a tutti i paesi membri, che in primo luogo la speculazione che da tali politiche traeva alimento potesse essere contrastata tramite i consueti effetti-annuncio (si veda la politica seguita dai ministri finanziari di tali paesi nel dichiarare, in piena crisi valutaria, la non volontà di procedere a riallineamenti nello SME sia il 28 Agosto a Bruxelles sia il 5 Settembre a Bath), e che, in secondo luogo, il mantenimento di cambi fissi consentisse di proseguire una strategia di disinflazione coerente con i criteri di convergenza di Maastricht e qualificante dal punto di vista interno.

Più saggiamente si sarebbe potuto tener conto del fatto che "la storia monetaria di Europa ci rivela che, ogni qual volta la parità di cambio è stata eretta a feticcio o imposta senza adeguato riguardo alle sottostanti condizioni dell'economia, le conseguenze sono state nefaste" (Baffi, 1989).

Tali valutazioni paiono di particolare interesse per economie, come quella inglese e quella italiana, le cui condizioni sottostanti apparivano relativamente più problematiche, e per le quali, ex post, l'onere dell'aggiustamento si è rivelato il più pesante. Con riferimento all'Italia, nonostante le autorità monetarie avessero più volte elevato il tasso ufficiale di sconto (TUS) fino ad un massimo del 15% all'inizio di Settembre 1992, la lira subiva, a metà del mese, un riallineamento, ancora nell'ambito dello SME, consistente in una svalutazione del 7% della parità centrale. Poichè, d'altra parte, le autorità

tedesche si limitavano ad una irrilevante variazione del TUS, e non già del tasso Lombard, e poichè il mercato riteneva ancora insufficiente tale svalutazione la lira si deprezzava ulteriormente, uscendo dallo SME, e toccando massimi dell'ordine del 27% circa nei confronti della moneta tedesca (950 lire per marco) all'inizio di Ottobre.

La gravità della crisi attraversata si compendia in alcuni dati che appaiono particolarmente eclatanti.³

Nel periodo compreso tra Giugno e Settembre 1992 si è verificata una perdita di riserve ufficiali, valutata a cambi e quotazioni costanti, di 52.7 mila miliardi di lire, superiore di mille miliardi all'aumento delle stesse riserve che si era avuto lungo l'intero quinquennio 1986-90: la perdita si è concentrata per più della metà (30 mila miliardi) nel mese di Settembre.

Possiamo distinguere due determinanti essenziali di un simile andamento.

La prima attiene ai comportamenti delle famiglie e delle imprese non finanziarie, sia italiane che estere, per quanto concerne gli investimenti e i prestiti diretti. Già nei primi cinque mesi del 1992 le scelte delle famiglie e delle imprese italiane sono state presumibilmente influenzate da aspettative di svalutazione della lira che si sono sovrapposte alla tendenza, già in atto negli anni precedenti e permessa dalla rimozione dei controlli valutari, alla riallocazione dei portafogli verso le attività estere (per le famiglie) e all'internazionalizzazione dei processi produttivi (per le imprese). Tra Gennaio e Maggio si sono così avute fuoriuscite di capitali italiani non bancari, pari in totale a 36.5 mila miliardi di lire, a un ritmo molto superiore a quello fatto registrare tra il 1986 e il 1991 (7.3 mila miliardi al mese contro 1.9 mila miliardi). In questo periodo, tuttavia, le fuoriuscite di capitali italiani non bancari vengono parzialmente compensate dalle entrate di

³ I dati sono tratti da Banca d'Italia (1993), pp. 10¹⁰-16¹⁶.

capitali esteri, il che evidenzia il probabile perdurare di diverse aspettative delle famiglie e delle imprese non finanziarie estere circa il cambio della lira (su questo aspetto si tornerà più avanti). Poichè, sempre nei primi cinque mesi del 1992, le entrate di capitali esteri non bancari sono di 14.5 mila miliardi, il saldo è comunque già negativo, per quasi 22 mila miliardi, a differenza del periodo 1986-91, quando entrate di capitali esteri pari a 190.8 mila miliardi avevano dato luogo a un saldo positivo di 53.7 mila miliardi. Nei mesi successivi, fino alla crisi valutaria di Settembre, si hanno ulteriori fuoriuscite di capitali italiani non bancari, pari a 23.3 mila miliardi, mentre il progressivo, presumibile, mutamento delle aspettative sul cambio delle famiglie e delle imprese estere ne riduce drasticamente l'acquisizione di attività italiane, che scendono a poco meno di 3 mila miliardi (pari a circa 700 miliardi al mese contro i 2.6 mila miliardi al mese del periodo 1986-91 e i 2.9 mila miliardi dei primi cinque mesi del 1992).

La seconda e quantitativamente più massiccia determinante degli andamenti delle riserve ufficiali concerne i comportamenti di quelli che si possono definire in modo proprio gli speculatori internazionali, operanti tuttavia tramite il sistema bancario italiano.

Attraverso operazioni di arbitraggio su fondi in lire - sia nella forma di cessione di lire a termine contro crediti a pronti in valuta, sia in quella di domanda di finanziamenti in lire da convertire in valuta a pronti - svolte soprattutto nel mese di Settembre, questi soggetti hanno determinato in tale mese una fuoriuscita di capitali bancari prossima ai 26 mila miliardi di lire. Ciò è stato tra l'altro dovuto, appunto, a un aumento dei finanziamenti in lire concessi da banche italiane a operatori non residenti di circa 3 mila miliardi e a un incremento dei finanziamenti in valuta, sempre nei confronti di non residenti, di quasi 12 mila miliardi. Le banche italiane, principali fornitrici di lire per le operazioni di arbitraggio, hanno trovato d'altra parte

conveniente il finanziamento della speculazione, dati i differenziali positivi che venivano a determinarsi tra i tassi di interesse sulle eurolire e quelli su alcune attività finanziarie interne (per fare un solo esempio, il differenziale tra il tasso sull'eurolira a tre mesi e quello sui BOT di eguale scadenza era a Settembre di 1.2 punti percentuali). Un po' paradossalmente, forse, la Banca d'Italia risultava in qualche modo il "finanziatore di ultima istanza" delle operazioni di arbitraggio. Essa interveniva infatti sul mercato aperto sterilizzando, sia pure non completamente, i deflussi di base monetaria che si verificavano tramite il canale Estero, con l'obiettivo dichiarato di "... evitare il collasso del sistema finanziario e del sistema dei pagamenti".⁴

Rispetto all'andamento dei fondamentali, il livello del cambio lira-marco toccato all'inizio dell'ultimo trimestre del 1992 indicava la possibile presenza di fenomeni di relativa sottovalutazione della moneta italiana, che inducevano presumibilmente aspettative di rivalutazione. Ciò consentiva, pur a fronte della reiterata impostazione restrittiva della politica monetaria tedesca, una graduale riduzione dei tassi di interesse interni - il TUS veniva portato in Dicembre al 12% - senza che ciò avesse conseguenze negative sui movimenti di capitali. I capitali non bancari, in particolare, facevano invece registrare afflussi relativamente consistenti. Si segnalava al riguardo il mutamento di segno dei movimenti di capitali italiani, con afflussi pari a circa 22 mila miliardi di lire; riprendeva nel contempo l'afflusso di capitali esteri: in totale, si verificavano entrate nette per 28.7 mila miliardi. Sebbene non tali da compensare per intero i deflussi dei primi tre trimestri dell'anno, tali movimenti generavano una diminuzione del cambio fino alle 860-890 lire per marco dei mesi di Novembre e di Dicembre, mentre si aveva una

⁴ Banca d'Italia (1993), p. 14*.

ricostituzione di riserve ufficiali, valutate a cambi e quotazioni costanti, pari a 26.5 mila miliardi.

I primi mesi del 1993 hanno visto da un lato un ulteriore, lieve aggiustamento verso il basso del TUS, portato in Febbraio all'11.5%, e dall'altro nuovi, rilevanti fenomeni di svalutazione del cambio, che giungeva a superare le 980 lire per marco alla fine dello stesso mese e ad assestarsi successivamente intorno alle 965 lire. Come si è accennato nell'Introduzione, questi fenomeni suscitano una serie di interrogativi che meritano una risposta meditata: risposta che va al di là degli obiettivi del presente lavoro, anche se cercheremo, nella parte conclusiva, di fornire sinteticamente qualche possibile chiave interpretativa.

Vogliamo ora riprendere, invece, quanto abbiamo accennato circa il fatto che possono esistere ragioni di non breve periodo che spiegano il comportamento adottato dalla Banca centrale tedesca nell'estate-autunno 1992 e anche nei mesi successivi. Tali ragioni sono sinteticamente riconducibili alle modalità di gestione della riunificazione economica delle due Germanie. Poichè questa, come è noto, sta comportando ingenti trasferimenti di risorse, produttive e non, verso l'Est e poichè: a) si è ritenuto incompatibile con gli obiettivi di stabilità interna un aggravamento oltre misura della pressione fiscale; b) l'imprenditoria tedesca non ha cessato di effettuare investimenti diretti all'estero, il che ha comportato tra il 1991 e il primo semestre del 1992 deflussi netti di capitali non bancari a lungo termine per 55 miliardi di marchi⁵, ne conseguiva che il disavanzo di parte corrente, ormai mostrato dal 1991, dovesse essere più che compensato con afflussi netti di capitali a breve. Tale strategia necessitava del mantenimento di un adeguato differenziale di tassi di interesse il quale, in una situazione di elevata integrazione finanziaria internazionale, ha determinato nel medesimo periodo

⁵Si veda in proposito Banca d'Italia (1992), pp.10-11

importazioni nette di capitali a breve per quasi 100 miliardi di marchi.

Se la strategia tedesca è stata correttamente additata come una delle cause della crisi valutaria del 1992, meno convincente ci appare una spiegazione di quest'ultima che veda come unica altra causa una speculazione internazionale sulle valute dello SME determinata fondamentalmente da problemi di finanza pubblica e dal mancato raggiungimento degli indicatori di convergenza nominale previsti dal Trattato di Maastricht. Si è piuttosto generata, a nostro parere, la convinzione che ci si trovasse di fronte ad una fase di potenziale revisione delle parità, prima della loro fissazione irrevocabile: revisione sulla quale avrebbero sicuramente influito le condizioni strutturali delle singole economie.

Volendo soffermarci esclusivamente sul caso italiano si può osservare come tali condizioni strutturali abbiano a che fare con:

- (a) la politica del cambio seguita nell'ambito dello SME soprattutto a partire dal 1988;
- (b) le conseguenze che essa ha avuto sulla performance delle imprese esportatrici e, in generale, sull'andamento della bilancia commerciale;
- (c) la necessità, al fine di mantenere equilibrio esterno e parità di cambio, di fissare tassi di interesse sufficientemente elevati da produrre afflussi di capitali, la cui natura, dal 1990 in poi, è sempre più caratterizzata dalla breve scadenza e dall'acquisizione di titoli pubblici da parte di investitori esteri;
- (d) il deterioramento della bilancia di parte corrente dovuto anche ai pagamenti per interessi al settore estero.

3. LA CRISI VALUTARIA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI DELL'ITALIA.

La prima delle cause strutturali della crisi valutaria va, a nostro avviso, rintracciata nella politica del cambio seguita, nell'ambito dello SME, in particolare dal 1988 in avanti. Il decennio precedente era stato caratterizzato da un'adesione agli accordi di cambio relativamente duttile e condizionata, nel senso che:

(a) eccessive rivalutazioni in termini reali della lira erano state corrette, sia pure con ritardo ma tempestivamente rispetto all'insorgere di pressioni speculative, per tenere conto in certa misura dei problemi di competitività e di redditività delle imprese esportatrici, tramite riallineamenti della lira; Ciò avveniva, pur nella consapevolezza del carattere di *extrema ratio* della manovra, ritenendosi la fissità del tasso di cambio condizione necessaria per il proseguimento della politica di disinflazione e di vincolo sull'operare di imprenditori e sindacati;

(b) la banda di oscillazione della lira era rimasta quella allargata del 6%, il che offriva qualche grado di libertà a fronte di pressioni speculative, rialziste o ribassiste, anche nel breve periodo;

(c) i vincoli amministrativi sui movimenti di capitale, in entrambe le direzioni, venivano mantenuti nella consapevolezza che controlli discrezionali sul sistema bancario e sulla sua posizione debitoria netta sull'estero risultassero decisivi in situazioni di possibili incertezze valutarie.

Un siffatto mix di politica monetaria ha consentito, per esempio negli anni dal 1985 al 1987, come si vede dalla Tab.1, di mantenere sostanzialmente invariato il cambio reale

della lira rispetto al franco francese e al marco tedesco. Rispetto alla prima moneta la lira subisce una svalutazione reale del 7,1% nel 1985, una rivalutazione del 7,2% nel 1986 e una svalutazione dello 0,2% nel 1988; nei confronti del marco nel medesimo periodo le tendenze sono le stesse: svalutazione del 3,3% nel 1985, rivalutazione del 3,9% nel 1986, svalutazione dell'1,2% nel 1987.

Il 1987 è anche l'anno in cui l'impostazione descritta muta in modo sensibilmente più restrittivo. Si procede infatti all'ultimo riallineamento delle parità e successivamente all'eliminazione dei plafond sulla posizione netta sull'estero delle aziende di credito, alla liberalizzazione dei movimenti di capitali non bancari, all'eliminazione del coefficiente di riserva obbligatoria sull'indebitamento in valuta delle banche, sino all'ingresso della lira nella banda di oscillazione ristretta. Queste operazioni vengono accompagnate dal mantenimento di adeguati differenziali tra i tassi di interesse interni e internazionali (cfr. la Tab. 2). Ne è risultata, muovendo addirittura, dai primi mesi del 1989, da una rivalutazione in termini nominali della lira rispetto alle principali valute europee, una tendenza all'ininterrotto apprezzamento in termini reali della nostra moneta con punte del 13,2% sulla sterlina nel I trimestre del 1990, del 6% sul franco francese e del 7% sul marco tedesco nel III trimestre del 1989 (cfr. la Tab. 1).

Queste tendenze sono insieme causa e conseguenza della composizione e dell'andamento delle diverse poste della Bilancia dei pagamenti.

Come risulta dai dati contenuti nella Tab. 3, l'interscambio mercantile "cif-fob", e cioè con le importazioni valutate al costo pieno, risulta sistematicamente in disavanzo, in ragione di un contenimento dei valori unitari delle esportazioni, presumibilmente indotto dalla politica del cambio, tale da più che compensare i modesti incrementi di quote di mercato.

Il mantenimento della parità del cambio viene pertanto ricercato incentivando l'afflusso di capitali che, nella

seconda metà degli anni ottanta, è di ammontare sempre maggiore e muta di composizione. Se infatti, come risulta dalla Tab. 4, nel 1987 l'afflusso totale di capitali risultava pari a 11.7 mila miliardi, di cui 6.1 mila miliardi di capitali non bancari, nel biennio 1990-91 si arriva al valore di 39 mila miliardi medi annui per gli afflussi complessivi, mentre i flussi di capitali non bancari ammontano a 7.8 mila miliardi e quelli bancari a 31.2 mila miliardi. Viene meno, nel contempo, una politica di indebitamento sull'estero che fino al 1987 privilegiava gli afflussi a non breve termine derivanti da "prestiti pubblici", diversi dalla sottoscrizione di titoli del debito pubblico. Cresce parallelamente di importanza la componente rappresentata dai titoli pubblici, e in particolare dei BOT e dei CCT che passa da un contributo virtualmente nullo nel 1988 ad uno di 5.3 mila miliardi nel 1991, pari al 28% circa del totale degli afflussi netti di capitali derivanti da investimenti esteri di portafoglio in titoli pubblici italiani (cfr. la Tab. 4).

In termini di consistenze, il risultato di queste dinamiche può essere riassunto come segue. Il debito estero dell'Italia è passato dall'8.8% del PIL del 1987 al 15% del PIL del 1990 e 1991, più che raddoppiandosi in valore. Un quarto di questo debito è rappresentato, con regolarità nell'ultimo quinquennio, da titoli pubblici (cfr. la Tab. 5). E' da questo punto di vista, e non da quello di presunti e generici squilibri di finanza pubblica, che il debito dello Stato ha rappresentato un fenomeno di instabilità non già "finanziaria" bensì "valutaria" nel momento in cui i differenziali dei tassi di interesse o le aspettative degli investitori interni e internazionali hanno agito in direzione non favorevole ad un ulteriore afflusso dei capitali.

Sembrano dunque emergere almeno due problemi principali di gestione dell'equilibrio esterno e di mantenimento di parità sostanzialmente fisse.

Il primo è dato dalla componente a breve del debito estero, capitali bancari e titoli pubblici liquidi, facilmente

smobilizzabile e per la quale le aspettative svolgono un ruolo particolarmente rilevante.

Il secondo è costituito dalla crescente incidenza della voce "redditi di capitale" nella spiegazione del disavanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti. Sembra essersi instaurato, negli ultimi anni, un circolo vizioso secondo il quale il disavanzo corrente necessita di essere coperto da afflussi di capitali; questi ultimi, date le condizioni dei mercati finanziari internazionali, possono essere garantiti solo da elevati tassi di interesse interni, che determinano crescenti esborsi al "resto del mondo" per pagamenti di interessi, e cioè i "redditi di capitali", che, a loro volta, peggiorano ulteriormente il saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti. Dalla Tab. 3 risulta infatti che nel quinquennio 1987-91 i redditi di capitali registrano disavanzi sistematicamente crescenti e pari, cumulativamente, a 65.3 mila miliardi a fronte di un disavanzo cumulativo di parte corrente (calcolando il saldo mercantile in termini "fob-fob") di 67.3 mila miliardi.⁶

⁶L'esame dei dati rende impossibile consentire con l'affermazione secondo la quale, nella seconda metà degli anni ottanta, i "... risultati negativi delle partite correnti dipendevano sostanzialmente ... dall'onere crescente per il pagamento degli interessi sul debito estero accumulato nella prima metà degli anni ottanta, segnati ... da squilibri negli scambi commerciali" (cfr. Banca d'Italia (1993), p. 11*: corsivo nostro). L'aumento del rapporto debito estero/Pil, per esempio, è infatti rilevante proprio nel periodo 1987-90 (cfr. la Tab. 5). In questo periodo si verifica anche un notevole incremento degli afflussi di capitali non bancari, e in particolare dei prestiti privati, i quali passano da una media di poco più di 200 miliardi di lire l'anno nel 1985-86 a una media di 13.9 mila miliardi l'anno nel quadriennio successivo (cfr. la Tab. 4). I pagamenti per interessi sul debito estero, infine, cominciano ad aumentare proprio nel 1987 (passando a 8.6 mila miliardi rispetto ai circa 7.5 mila miliardi del 1985 e del 1986) e toccano i 16 mila miliardi nel 1990 (cfr. la Tab. 3), che è tra l'altro un anno di forte rivalutazione della lira nei confronti del dollaro e di sua svalutazione molto modesta nei confronti del marco e del franco francese.

Nel sottolineare l'esistenza di un simile circolo vizioso⁷, teniamo già conto di una possibile obiezione, consistente nell'argomentare che, in linea di principio, il deflusso dei redditi di capitale potrebbe essere stato motivato da elevati investimenti diretti e non di portafoglio (che non darebbe invece luogo a circoli viziosi). L'esperienza italiana degli anni ottanta mostra infatti, come si evidenzia nella Tab.4, che gli investimenti diretti registrano saldi negativi essendo prevalenti gli investimenti italiani produttivi all'estero.

La ricostruzione effettuata, tanto dell'impostazione della politica monetaria nella seconda metà degli anni ottanta quanto nella gestione della crisi valutaria del 1992, può essere arricchita dall'esame di alcuni indicatori, proposti inizialmente da Frankel e MacArthur (1988), i quali consentono di analizzare come le decisioni delle autorità e le valutazioni e i comportamenti degli operatori dei mercati finanziari e valutari internazionali concorrono a determinare potenziali incentivi ai movimenti dei capitali.

Poichè i movimenti di capitali più cospicui sono risultati, come si è detto, quelli bancari e poichè, come risulta dalla Tab.6, essi riguardano principalmente dollari, marchi e franchi francesi, conviene esaminare tali indicatori rispetto a queste tre monete.

Se facciamo riferimento al cospicuo afflusso di capitali determinatosi tra la fine degli anni ottanta e l'inizio degli anni novanta, l'esame del "differenziale coperto dei tassi di interesse" con Germania e Francia, in particolare, contenuta nelle Tabb. 7 e 8,⁸ consente di evidenziare in primo luogo come il differenziale coperto dell'Italia sia stato

⁷ L'esistenza di un simile fenomeno perverso è sottolineata anche da Pivetti (1992).

⁸ Per completezza dell'informazione, nella Tab. 9 sono riportati anche gli indicatori relativi all'Italia in rapporto con gli Stati Uniti: i dati appaiono tuttavia non particolarmente significativi, data l'estrema variabilità del tasso di cambio lira-dollaro.

mediamente positivo nei confronti della Francia nel 1991 e nei confronti della Germania nel 1990-91, e cioè negli anni in cui si sono avuti rilevanti afflussi di capitali bancari denominati in franchi e marchi.

L'afflusso di capitali, in tali anni, è avvenuto in un contesto in cui il cosiddetto sconto reale a termine della lira, misurato come differenziale tra lo sconto a termine della lira e la differenza tra i tassi di inflazione, mostra valori negativi o nulli nei confronti della Germania e sistematicamente negativi nei confronti della Francia. Ciò indica probabilmente, nella percezione degli operatori, un certo grado di credibilità delle autorità italiane riguardo la politica di stabilità del cambio entro lo SME nei primi anni novanta.

Tale credibilità si traduce nel fatto che, sempre nei periodi considerati, il cosiddetto premio di rischio di cambio, e cioè la differenza tra lo sconto a termine della lira e l'effettiva variazione del tasso spot nel periodo successivo, assume, sia nel caso della Francia che in quello della Germania, valori contenuti, se comparati con quelli di anni precedenti, e in qualche trimestre negativi.

Fino all'inizio del 1992, quindi, non sembrano segnalarsi per la lira particolari motivi di tensione.

Il fatto che essi non si evidenzino non vuole peraltro dire che non potessero verificarsi, dati gli andamenti dei fondamentali riguardo la dinamica della competitività e della redditività dei settori esportatori, aspettative di svalutazione della lira che, entro determinate condizioni dei mercati finanziari internazionali, erano suscettibili di realizzarsi. Vale a dire che, a fronte del determinarsi di condizioni di turbolenza quali quelle che si sono verificate, come abbiamo visto, nei mesi centrali del 1992, a seguito della crescente divaricazione delle politiche monetarie USA e tedesca, gli operatori hanno probabilmente cominciato a valutare l'opportunità che non venisse ulteriormente posposto un aggiustamento dei tassi di cambio della lira in vista dell'ingresso nella fase delle "parità irrevocabili". Ne

potrebbero essere sintomo, ad esempio, i dati della prima metà del 1992. Ove si accettasse l'ipotesi che sui mercati finanziari internazionali prevalgano aspettative di tipo razionale e che dunque il tasso di cambio del periodo successivo sia stato anticipato, allora i dati relativi all'incremento del deprezzamento reale atteso della lira sul marco e sul franco verificatosi già nel secondo trimestre del 1992 mostrerebbero appunto l'innescarsi dei fenomeni descritti.

La sottovalutazione di questi aspetti da parte delle autorità monetarie e per conseguenza la loro volontà di non accettare che la parità venisse rivista già in quell'anno, se non tardivamente e quando l'attacco alla lira era già in atto, ha prodotto la conseguenza paradossale, per le stesse autorità, di mettere in discussione non solo la perseguibilità di uno schema di parità irrevocabili, ma addirittura gli accordi di cambio dello SME.

Simili considerazioni non valgono, peraltro, solo per l'Italia ma investono simmetricamente sia paesi con situazioni analoghe, come per esempio Gran Bretagna e Spagna, sia paesi che hanno seguito politiche di assoluta ortodossia monetaria, come la Germania.

Tali incongruenze, relative alle modalità di funzionamento degli accordi di cambio dello SME, e le potenzialità destabilizzanti indite nel periodo che precede la fissazione delle "parità irrevocabili", erano, peraltro, già state avanzate da Dornbusch (1991), secondo il quale la condotta della politica monetaria dei vari paesi, era ormai non solo priva di autonomia rispetto all'indirizzo del paese leader, ma anche incapace di stabilizzare le aspettative di cambio. Tali aspettative sono ormai governate da" *...accumulated imbalances and loss of competitiveness...not by short run monetary policy. Monetary policy only serves to postpone exchange rate crises, but it does at an important cost to the budget. For most EMS members monetary policy has basically become an instrument for managing the balance of payments and only in the n-th*

country, Germany, it is devoted to setting the EMS inflation trend" (Dornbusch (1991), p.317, sottolineatura nostra).

Che, proprio per le ragioni addotte da Dornbusch circa le determinanti delle aspettative, la revisione della parità della lira non potesse essere ulteriormente posposta, era dimostrato dalla constatazione che, tra il 1988 e il 1991, la moneta italiana si era rivalutata nei confronti del marco e del franco francese, in termini reali, del 14-15%. Si era determinata cioè una parità chiaramente insostenibile, in particolare alla luce dell'andamento della competitività e della redditività delle imprese esportatrici. E' proprio questo fenomeno che può avere in definitiva spinto la speculazione internazionale a valutare l'opportunità che un consistente riallineamento delle parità della lira non venisse ulteriormente rinviato e che, in definitiva, i "fondamentali" cui la speculazione può aver fatto riferimento siano stati fattori legati alla competitività del nostro sistema industriale ed alla evoluzione del saldo delle partite correnti.

4. TASSO DI CAMBIO, STRUTTURA PRODUTTIVA E CRISI VALUTARIA.

La conclusione principale cui siamo dunque pervenuti è che la svalutazione della lira verificatasi nei mesi centrali del 1992 rappresenta un risultato logico sia del forte apprezzamento che, in termini reali, si era avuto nei confronti del marco tedesco e del franco francese nel periodo 1988-91, sia della crescita del debito estero dell'Italia, e in particolare dei titoli pubblici collocati presso operatori non residenti.

Vorremmo argomentare ulteriormente, questa tesi esaminando la situazione in cui le imprese italiane si sono trovate a

seguito di una simile politica del cambio. Inizialmente ci riferiremo alle grandi imprese private.

Si può osservare che, se è vero che le grandi imprese private italiane hanno attuato, tra la fine degli anni settanta e la prima metà degli anni ottanta, un intenso processo di riorganizzazione produttiva e finanziaria - si vedano in proposito, tra gli altri, Centrale dei Bilanci (1988), Barca e Magnani, (1989), Signorini, 1991 - è anche vero che, all'inizio degli anni novanta, esse si trovano nuovamente in uno stato di forte precarietà.

Come ha affermato Graziani (1991), il mutamento di impostazione della politica monetaria e del cambio verificatosi all'inizio degli anni ottanta è stato una delle cause fondamentali del processo di riorganizzazione delle grandi imprese. L'azione congiunta di una moderata svalutazione nominale della lira (quasi nulla negli ultimi anni) e di un differenziale inflazionistico positivo ed elevato è stata appunto vista come lo strumento più appropriato per indurre la ristrutturazione delle imprese.

La perdita di competitività rispetto ai principali concorrenti europei che le imprese hanno subito in conseguenza della politica del cambio ha indotto comportamenti rivolti al contenimento della dinamica dei costi unitari di produzione. Nella stessa direzione ha operato l'elevato livello dei tassi di interesse, per lo meno nel senso che, man mano che la politica del cambio faceva sì che le imprese percepissero sempre più la dinamica dei prezzi di vendita come una sorta di vincolo da esse non alterabile e i costi per interessi prendevano a comprimere i profitti netti attesi, ciò spingeva le stesse imprese a selezionare progetti di investimento suscettibili di massimizzare l'efficienza tecnico-produttiva e di contenere gli altri costi.

Al rinnovamento dello stock di capitale fisso attuato dalle grandi imprese private si è accompagnata una drastica riduzione dell'occupazione e insieme una maggiore flessibilità nell'utilizzo della forza lavoro.

Ne è risultata una crescita della produttività del lavoro superiore a quella del suo costo in termini reali (il divario tra le due dinamiche è apparso particolarmente sensibile nella prima metà del decennio) e quindi un aumento dei margini di profitto e dell'autofinanziamento.

La Tab. 10 si riferisce al periodo 1977-91 e mostra in primo luogo, per le grandi imprese private del campione Mediobanca, l'andamento del rapporto tra profitti lordi (o Margini operativi lordi: Mol) e valore aggiunto. Dopo un minimo del 28 per cento circa, toccato verso la fine degli anni settanta, l'indicatore fa registrare un vistoso aumento negli anni successivi, fino a raggiungere un picco del 37 per cento nel 1988. Negli anni seguenti si verifica un declino, fino al ritorno, verificatosi nel 1991, ai livelli del 1977, attribuibile al riemergere di serie difficoltà per la grande impresa privata.

Il contenimento dei tassi di variazione del costo del lavoro rispetto a quelli della produttività, e quindi il rallentamento della dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto, ha permesso un contenimento del fabbisogno di credito bancario, verificatosi soprattutto, a fronte di tassi di crescita del prodotto alquanto contenuti, nella parte centrale del decennio.

Poiché nel contempo i tassi di interesse nominali hanno subito una diminuzione rispetto agli elevati livelli dei primi anni ottanta, ne è conseguita una riduzione dell'incidenza degli oneri finanziari sui risultati della gestione industriale, con ulteriori effetti positivi sull'autofinanziamento.

Di nuovo sulla base dei dati riportati nella Tab. 10, si può osservare come la copertura degli investimenti fissi lordi con autofinanziamento, pari a circa 0.90 nel 1980 e nel 1983, raggiunga il valore di 1.16 già nel 1986. Ciò è avvenuto a fronte di una relativa intensificazione dell'attività di investimento delle grandi imprese: il rapporto tra investimenti fissi lordi e valore aggiunto è cresciuto infatti dal 18 per cento del 1980 al 20 per cento del 1988.

Le risorse generate all'interno delle grandi imprese private sono state destinate in misura rilevante, oltre che all'investimento in beni capitali, alla acquisizione di titoli, in particolare pubblici, e di azioni e partecipazioni.

La crescita degli impieghi in titoli, azioni e partecipazioni ha prodotto una corrispondente crescita dei profitti finanziari che, unendosi al miglioramento della redditività della gestione industriale, si è tradotta in una capacità di remunerazione del capitale azionario maggiore che in passato. Ciò ha offerto alle grandi imprese private la possibilità di effettuare una raccolta di capitale di rischio di dimensioni relativamente elevate e ha loro consentito la sostituzione con mezzi propri dei debiti contratti con le banche e gli Istituti di credito speciale. Questo ha a sua volta comportato un aumento del potere contrattuale delle grandi imprese private nei confronti del sistema creditizio, rafforzando la tendenza alla discesa dei tassi di interesse nominali.

I fenomeni citati trovano ancora una quantificazione nei dati della Tab. 10. In conseguenza sia del miglioramento della gestione industriale che dell'apporto dei profitti finanziari, il rendimento del capitale investito, e cioè il Roi (rapporto tra la somma del risultato netto rettificato e degli oneri finanziari, da un lato, e l'attivo netto dall'altro) passa dall'8-9 per cento del 1977 a più del 12 per cento nel 1986. I tassi di interesse nominali, approssimati dal costo apparente del debito, e cioè dal rapporto tra gli oneri finanziari, da un lato, e i debiti finanziari verso banche, Istituti mobiliari e società consociate e le obbligazioni dall'altro, decrescono dal 17-19 per cento del 1980-83 al 12 per cento del 1988. Il grado di leverage, ossia il rapporto tra i debiti finanziari e il capitale netto (capitale sociale e riserve) diminuisce anch'esso: da 1.74 (nel 1977) a 0.72 (nel 1986). Data la relazione che lega il Roi, il tasso di interesse nominale e il grado di leverage al Roe, ossia al rendimento del capitale

netto, dato dal rapporto tra l'utile netto e il capitale netto, ne è conseguito un netto miglioramento di quest'ultimo, da valori negativi (-2 per cento nel 1977), a valori stabilmente positivi (con un massimo di quasi l'11 per cento nel 1986).⁹

Il contributo delle diverse variabili citate all'andamento del Roe delle grandi imprese private nel periodo in cui si verifica il processo di ristrutturazione produttiva e finanziaria trova quantificazione nei dati della Tab. 12, in cui la variazione di questo indicatore è stata scomposta sulla base degli effetti delle tre componenti che lo determinano: la redditività della gestione caratteristica, il tasso di interesse implicito e quella che potremmo definire la "struttura finanziaria" delle imprese.¹⁰

⁹La relazione di cui si è detto è formalizzabile nel modo seguente:

$$(1) \text{ ROE} = \text{ROI} + [\text{ROI} - r] L$$

dove r è il tasso di interesse nominale (costo apparente del debito) e L rappresenta il grado di leverage. Per un dato livello del ROI, il ROE è tanto più elevato (contenuto) quanto maggiore (minore) è la differenza, se positiva, tra lo stesso ROI e il tasso di interesse implicito e quanto maggiore (minore) è il grado di leverage. Nel caso di una differenza negativa, il grado di leverage svolge invece un ruolo opposto. Una differenza negativa tra ROI e tasso di interesse implicito risulta possibile non solo a causa di livelli molto bassi del ROI o molto elevati del tasso di interesse implicito, ma anche perchè quest'ultimo è sovrastimato rispetto al tasso di interesse effettivo. Il tasso implicito, in base ai dati di bilancio, è calcolato infatti come rapporto tra il totale degli oneri finanziari, da un lato, e i soli debiti finanziari contabilizzati alla data di chiusura dello stesso bilancio. Sono quindi esclusi dal calcolo i debiti (tipicamente quelli a breve verso banche) accesi ed estinti nel corso di ciascun esercizio, la cui considerazione nel denominatore del rapporto farebbe ovviamente diminuire il valore del rapporto stesso.

¹⁰ La scomposizione delle variazioni del Roe si effettua a partire dall'equazione (1). Effettuando alcuni semplici passaggi, si ottiene:

$$(2) \text{ ROE}_t - \text{ROE}_{t-1} = [(\text{ROI}_t - \text{ROI}_{t-1})(1 + L_{t-1})] + -[(r_t - r_{t-1})L_{t-1}] + [(\text{ROI}_t - r_t)(L_t - L_{t-1})]$$

Si può osservare anzitutto come sintomi abbastanza evidenti della ristrutturazione delle grandi imprese private si siano manifestati già sul finire degli anni settanta, in presumibile conseguenza anche della politica del cambio allora adottata, oltre che dell'incremento dell'inflazione seguito alla seconda crisi petrolifera. Tra il 1977 e il 1980, infatti, il Roe aumenta di circa 6 punti percentuali, e ciò è dovuto soprattutto al miglioramento della gestione caratteristica (il Roi mostra un contributo positivo di quasi 7 punti percentuali) e a quello della "struttura finanziaria" (il cui contributo positivo è di 2 punti percentuali), mentre il contributo dei tassi di interesse è negativo per 3 punti percentuali. Gli elevati livelli raggiunti dai tassi di interesse all'inizio degli anni ottanta fanno sì che, tra il 1980 e il 1983, il loro contributo alla dinamica del Roe sia ancora negativo per 3 punti percentuali. Gli "attriti" che cominciano a essere provocati dalla nuova politica del cambio, unitamente agli effetti della recessione internazionale, provocano d'altra parte un contributo negativo anche della dinamica del Roi (-3 punti). L'effetto positivo del perdurante miglioramento della "struttura finanziaria" (+3 punti) non è tale da compensare i due citati effetti negativi, così che la variazione totale del Roe è

Il primo termine del membro di destra dell'equazione (2) rappresenta la componente della differenza tra il Roe al tempo t (per esempio il 1986) e il Roe al tempo $t-1$ (per esempio il 1983) attribuibile alla variazione del Roi (l'"effetto redditività" della tabella 11). Il secondo termine rappresenta la componente attribuibile a variazioni del tasso di interesse implicito (l'"effetto tasso di interesse" della tabella 11). Il terzo termine è una componente mista, interpretabile tanto come effetto delle variazioni del grado di leverage, quanto come effetto della differenza esistente, al tempo t , tra il Roi e il tasso di interesse implicito (nella tabella 11 lo si è comunque definito "effetto struttura finanziaria"). Si tratta di un "residuo" di non facile interpretazione, poichè, per esempio, un aumento del leverage ha un effetto positivo sul Roe se la redditività del capitale investito è superiore al tasso di interesse, mentre il contrario avviene nel caso opposto.

negativa per circa 3 punti percentuali. Nel periodo in cui la ristrutturazione delle grandi imprese private viene completata, e cioè tra il 1983 e il 1986, esse mostrano una variazione positiva del Roe di più di 10 punti percentuali. Il contributo maggiore a questa dinamica è venuto dalla gestione industriale e finanziaria, pari a 5 punti e mezzo, e dalla discesa dei tassi di interesse nominali, che ha avuto un influsso positivo pari a 4 punti; meno rilevante, in termini relativi, risulta il contributo, anch'esso positivo, di quello che si può definire "effetto (di miglioramento della) struttura finanziaria".

Già nel periodo successivo al 1986 si osserva una inversione di tendenza, che diviene eclatante tra il 1988 e il 1991. I margini di profitto diminuiscono dal 37 al 28 per cento. Tra le cause della compressione dei margini possono esservi la ripresa del costo del lavoro per unità di prodotto dovuta presumibilmente a un aumento delle ore lavorate (alla fine degli anni ottanta) e un aumento delle scorte causato dalla recessione (nei primi anni novanta).

L'erosione dei margini è stata dovuta anche, per le imprese esportatrici che non hanno voluto perdere quote di mercato in Europa, al tasso di cambio sempre più sopravvalutato, in termini reali, nei confronti del marco e del franco francese. Sembra significativo, al riguardo, il fatto che la quota di fatturato esportata dalle grandi imprese private sia rimasta nel 1991, come per tutti gli anni ottanta, al di sopra del 20 per cento, mentre si aveva la descritta erosione dei margini. Si è determinata così una situazione chiaramente insostenibile, a maggior ragione se le grandi imprese hanno esaurito gli spazi per ristrutturazioni dirette al contenimento della dinamica dei costi. In ogni caso, le ristrutturazioni che possono essere ancora in corso, dato che nel 1991 il saggio di investimento si è elevato al 23 per cento del valore aggiunto, richiedono tempo per esplicitare i loro effetti e non possono presumibilmente sanare una perdita di competitività pregressa delle dimensioni di quella verificatasi a partire dal 1988.

L'erosione dei margini di profitto delle grandi imprese private si è ripercossa negativamente sul Roi e sull'autofinanziamento in rapporto agli investimenti. Ciò ha determinato un aumento della domanda di credito, e in particolare di quello garantito dal sistema bancario, senza che tuttavia si siano verificati nè un peggioramento del grado di leverage nè forti tensioni sui tassi di interesse. Il non peggioramento del leverage, in particolare, può essere stato dovuto tanto a una prosecuzione delle emissioni azionarie (sia pure in misura ridotta rispetto, per esempio, al 1986) quanto, soprattutto, a rivalutazioni contabili dei cespiti patrimoniali.

I fenomeni citati trovano ancora una quantificazione nella Tab. 10. Il Roi, che già era lievemente diminuito tra il 1986 e il 1988, nel 1991 risulta pari a meno della metà di quello del 1986, ed è del 6 per cento. Il grado di copertura con autofinanziamento degli investimenti cade dall'1.16 del 1986-88 allo 0.87 del 1991. Ciò nonostante, la situazione finanziaria, per le ragioni dette, non peggiora. Il tasso di interesse scende nel 1991 al di sotto del 12 per cento e il grado di leverage rimane, nello stesso anno, eguale a quello del 1988, e pari a 0.74. In virtù dell'andamento della gestione caratteristica, il Roe cade comunque dal 10-11 per cento del 1986-88 al 2 per cento circa del 1991.

Questi aspetti sono evidenziati con chiarezza dai dati della Tab. 12. Per le grandi imprese private, la variazione negativa del Roe intervenuta tra il 1988 e il 1991, pari a 8 punti percentuali, è spiegata dall'effetto negativo dell'andamento della redditività del capitale investito (-8.5 punti), non compensato da quello positivo ma poco rilevante del tasso di interesse (+0.2 punti), mentre l'"effetto struttura finanziaria" risulta anch'esso positivo ma contenuto (+0.3 punti).

Si potrebbe dunque concludere affermando che, mentre nella prima metà degli anni ottanta la ristrutturazione produttiva aveva posto le basi per quella finanziaria, negli anni più recenti il perdurante miglioramento della situazione

finanziaria (conseguito peraltro, in parte, con misure contabili) contrasta, senza poterlo arginare, il forte peggioramento della gestione caratteristica delle grandi imprese private.

Si è fino a ora parlato della grande impresa privata. In parte simile, ma in parte diverso è il discorso riguardante le imprese medio-piccole del Campione Mediobanca (si veda in proposito la Tab. 11).

Con riferimento particolare alla seconda metà degli anni ottanta, si può notare come anche queste imprese mostrino in primo luogo un arresto, tra il 1986 e il 1988, della crescita dei margini di profitto, che si attestano intorno al 37 per cento. Successivamente la diminuzione è altrettanto marcata di quella delle grandi imprese private, fino al 28 per cento del 1991, ma è più grave se la si confronta con la situazione del 1977, quando i margini erano pari a quasi il 40 per cento.

La tendenza alla diminuzione, dopo il 1986, è più netta per ciò che riguarda il Roi, che passa dal 13 all'11 e al 7 per cento circa. La contrazione della redditività si traduce in una rilevante diminuzione dell'autofinanziamento in rapporto agli investimenti fissi lordi. Si noti in proposito il fatto che per la prima volta, nel 1991, le medie imprese mostrano un grado di copertura degli investimenti con fondi interni inferiore all'unità e un maggiore indebitamento relativo verso le istituzioni creditizie. Il grado di leverage cresce infatti dallo 0.73 del 1988 allo 0.88 del 1991.

Ciò comporta, a fronte di un costo del debito che rimane in genere superiore a quello delle grandi imprese private, un marcato peggioramento del Roe, che passa dall'11 all'1 per cento.

Le differenze e le somiglianze tra gli andamenti delle medie imprese e delle grandi imprese private del campione Mediobanca risultano chiare in base all'esame dei dati della Tab. 12.

Le somiglianze tendono a prevalere, per esempio, tra il 1983 e il 1986. Pur essendo infatti il Roe delle medie imprese

inferiore, nel 1986, a quello del 1980 (si veda ancora la Tab. 11), esso presenta una variazione positiva di oltre 10 punti percentuali rispetto al 1983. Come per le grandi imprese private, vi è un rilevante contributo positivo sia dell'andamento della gestione caratteristica (di oltre 5 punti) sia di quello del tasso di interesse (di quasi 5 punti), mentre il contributo della "struttura finanziaria" è negativo ma poco importante.

Alcune differenze si notano invece tra il 1988 e il 1991. In primo luogo, la variazione negativa del Roe è più elevata per le medie imprese, essendo pari a 10 punti percentuali circa. In secondo luogo, se il contributo del cattivo andamento del Roi è della stessa dimensione, in valore assoluto, di quello delle grandi imprese private (-8 punti), quello della "struttura finanziaria" è negativo, anche se contenuto (-0.1 punti), mentre anche il contributo della dinamica del tasso di interesse è negativo (e pari a circa 1 punto).

Si direbbe dunque che le imprese medio-piccole, che all'inizio degli anni ottanta si trovavano in una situazione comparativamente migliore di quelle di maggiore dimensione, siano entrate negli anni recenti in una fase di crisi ancora più profonda.

In definitiva, appare difficile escludere che la politica del cambio degli ultimi anni sia una delle cause di fondo di tale peggioramento della situazione economica delle imprese italiane di ogni dimensione. Per quanto si possa essere "pessimisti" sulle elasticità di prezzo delle esportazioni, come alcuni autori in effetti sono, una rivalutazione reale della lira dell'ordine di quella verificatasi nei confronti del marco e del franco francese non ha potuto non avere effetti "reali". Nel caso delle imprese private tali effetti si sono presumibilmente espressi, più che nei termini di una contrazione relativa dei volumi esportati, nei termini dell'imposizione di una sorta di tetto sui prezzi, con effetti fortemente negativi sulla redditività.

Le sintetiche valutazioni effettuate sui dati di bilancio delle imprese evidenziano, dunque, i limiti di una politica di fissità del tasso di cambio, concepita quale vincolo di lungo periodo sulle decisioni di *pricing* delle imprese e quale incentivo ai processi di ristrutturazione produttiva, attuata tramite un indebitamento estero a breve termine.

5. ALCUNE CONCLUSIONI.

Volendo riassumere quanto abbiamo argomentato in questo lavoro, si può dire che, per quanto riguarda gli eventi del 1992, la "catastrofe" in cui la lira è incorsa ha cause prossime e remote.

Tra le cause prossime vi è stata certamente una inesatta valutazione dei probabili comportamenti dei mercati finanziari internazionali: da ciò è seguito l'errato convincimento che si potesse, come in passato, "battere" ancora una volta la speculazione. Di qui le altre cause prossime della crisi, tra cui le reiterate dichiarazioni di non volontà di procedere a riallineamenti delle parità e poi una svalutazione tardiva e insufficiente a metà Settembre.

Le cause remote della crisi - a parte la scelta, rivelatasi errata, di puntare tutto sul risanamento della finanza pubblica - possono a nostro parere essere utilmente indagate sulla base, anzitutto, della teoria cosiddetta delle *optimum currency areas*.

Molto sinteticamente, tale teoria stabilisce, come è noto, che all'ampliarsi, in termini di numero di paesi aderenti, di un'area valutaria a cambi fissi corrispondono:

(a) un aumento, ma a tassi decrescenti, dei guadagni derivanti a ciascun paese dalla prevedibilità dei tassi di cambio;

(b) un aumento, e a tassi crescenti, dei problemi di aggiustamento macroeconomico derivanti dalla varietà sempre più ampia di situazioni che caratterizzano i diversi paesi. Si potrebbe aggiungere che aumentano anche le probabilità che gli accordi di cambio vigenti nell'area divengano instabili. Ciò si verifica qualora i problemi di aggiustamento macroeconomico - per esempio quelli connessi al verificarsi di differenziali di inflazione non compensabili dalla variazione dei cambi e quindi di persistenti squilibri di bilancia commerciale - non vengano, oppure non possano o non vogliano essere, risolti.

Allora, il quesito da porre è se sia casuale che la crisi valutaria del 1992 è intervenuta dopo che:

- (a) lo SME è divenuto un sistema di cambi virtualmente fissi;
- (b) si è accresciuta la varianza delle situazioni macroeconomiche, con l'adesione di paesi per un verso o per l'altro più simili all'Italia che alla Francia e alla Germania (come l'Inghilterra e la Spagna).

E' nostra convinzione che a un simile quesito si possa dare risposta positiva¹¹.

Essa, tuttavia, fa sorgere inevitabilmente un'altra questione: per quale ragione non si è verificata una convergenza nei fondamentali che appaiono essere i più rilevanti, e cioè, come osservato anche da Dornbusch, quelli connessi alla competitività internazionale e ai saldi di bilancia commerciale¹²?

Per rispondere a questa domanda ci si può rifare al dibattito, svoltosi tra la fine degli anni settanta e l'inizio degli anni ottanta, circa l'utilizzo di un cambio

¹¹Ciò non esclude naturalmente che - data la crescente divergenza di situazioni che caratterizzava da un lato l'Italia e dall'altro la Germania e la Francia - la crisi dello SME si sarebbe verificata anche senza l'adesione di nuovi paesi. Vogliamo dire, piuttosto, che tale adesione ha reso più probabile una crisi generalizzata del Sistema, ampliando la gamma delle monete su cui la speculazione poteva intervenire.

¹²Sulla questione dei fondamentali effettivamente rilevanti torneremo anche in seguito.

manovrato quale "strumento" di politica industriale nel periodo successivo alla prima crisi petrolifera.

Si è al riguardo argomentato che la politica del cambio seguita dalle autorità di molti dei principali paesi industrializzati nella seconda metà degli anni settanta - rivolta a preservare la concorrenzialità dei propri settori *traded*, ma non a effettuare, in genere, svalutazioni competitive - aveva più un obiettivo di politica industriale di medio periodo che uno di equilibrio della bilancia commerciale di breve periodo. Secondo questa interpretazione, infatti, la rottura del sistema di Bretton Woods aveva dato luogo a un nuovo sistema di cambi fissi, anche se reali e non più nominali. Ciò avrebbe consentito ai paesi in questione di perseguire l'obiettivo dell'integrità dei propri settori esposti alla concorrenza internazionale¹³ (e, se considerato nella media di alcuni anni, di cercare di raggiungere anche l'equilibrio di bilancia commerciale).

Una rilevante eccezione, rispetto ai comportamenti descritti, fu costituita dalle scelte compiute dalle autorità monetarie della Germania, le quali seguirono nello stesso periodo una politica di continua rivalutazione reale del marco e, coerentemente, di deflazione interna. Ciò non produsse tuttavia disavanzi, ma al contrario surplus, di bilancia commerciale: quella politica, infatti avrebbe secondo alcune interpretazioni favorito il rinnovamento della struttura industriale tedesca, riallocando risorse dai settori esportatori maturi, a elevata elasticità di prezzo, a quelli tecnologicamente avanzati a bassa elasticità di prezzo¹⁴.

Se si volesse "etichettare" i due tipi di politiche succintamente descritte, si potrebbe dire che il primo è un caso di utilizzo del cambio per una politica industriale *demand side*, mentre il secondo si riferisce a una politica più di carattere *supply side*.

¹³Cfr. Corden (1979), pp. 132-33.

¹⁴Si veda al riguardo, per esempio, Sbriglia (1984), pp. 31-32.

Ciò che ha caratterizzato gli anni ottanta è stato l'uso dello SME, da parte delle autorità dei principali paesi della CE, tra cui in primo luogo l'Italia, al fine di perseguire politiche del cambio analoghe a quelle sperimentate dalla Germania nel decennio precedente.

Con riferimento all'industria italiana, tuttavia, la politica dell'offerta attuata tramite il cambio non ha evidentemente raggiunto i risultati che si suppone essere stati conseguiti dall'industria tedesca. Come è stato osservato, infatti, la ristrutturazione ha presumibilmente riguardato più i processi che i prodotti. Per quanto concerne in particolare le grandi imprese ciò si è tradotto, nella parte centrale degli anni ottanta, in un miglioramento dell'efficienza produttiva nei settori cosiddetti tradizionali e di scala, ma non in una buona performance e in uno sviluppo di quelli a tecnologia più elevata¹⁵.

Il cambio della lira è così divenuto virtualmente fisso proprio nel momento in cui venivano probabilmente esaurendosi gli spazi per l'aumento dell'efficienza produttiva delle imprese. Per conseguenza, come si è visto, la dinamica dei costi in rapporto a quella dei prezzi comportava, per le imprese che intendevano preservare per quanto possibile le proprie quote di mercato nei principali paesi concorrenti della CE, una vistosa compressione dei margini di profitto, senza che peraltro ne traesse giovamento in misura rilevante il saldo di bilancia commerciale.

Si è così determinata una situazione alla lunga doppiamente insostenibile. A livello microeconomico, risultava sempre meno sostenibile il deterioramento dei conti economici delle imprese. A livello macroeconomico, il persistere di squilibri di bilancia commerciale doveva essere compensato da una crescita del debito estero, essendo intendimento delle autorità monetarie quello di mantenere per quanto possibile fisso il cambio.

¹⁵Su alcuni di questi aspetti, cfr. Centrale dei Bilanci (1988).

Per quanto riguarda quest'ultimo aspetto, in particolare, giova ricordare che è opinione consolidata, da un punto di vista analitico, che una crescita del debito estero di un paese è sostenibile nel medio periodo solo ove:

- (a) si abbia un afflusso di capitali a lungo termine;
 - (b) tale afflusso sia diretto a finanziare progetti di investimento rivolti a diminuire la propensione a importare.
- Entrambe le condizioni, nel caso italiano, non sono state soddisfatte: si determinavano così tutti i presupposti per l'instabilità potenziale degli accordi di cambio.

Tale instabilità è poi divenuta effettiva all'approssimarsi dell'entrata in vigore del trattato di Maastricht, caratterizzato da scarso realismo degli obiettivi di convergenza delle variabili macroeconomiche, da mancanza di flessibilità e insieme da asimmetrie dei comportamenti possibili delle banche centrali. Dato l'andamento dei fondamentali che riteniamo effettivamente rilevanti - come la competitività e la redditività delle imprese e i saldi di bilancia commerciale - non desta quindi meraviglia che gli operatori finanziari internazionali abbiano ritenuto opportuno che un consistente riallineamento della parità della lira non venisse ulteriormente posposto.

In verità, nell'ultimo trimestre del 1992, il cambio lira-marco, per esempio, aveva raggiunto un livello compatibile con il recupero della competitività erosa dalla rivalutazione reale verificatasi a partire dal 1988. Valutato in base alla parità dei poteri di acquisto, infatti, un cambio di circa 860-910 lire per marco (ove il primo dato indica la parità centrale della lira nell'ipotesi di rientro nello SME alla fine del 1992 e il secondo il margine massimo di oscillazione nell'ipotesi di riadozione della banda allargata del 6%) avrebbe consentito il recupero di tale competitività.

Vi è da chiedersi tuttavia perchè, nei primi mesi del 1993, il cambio della lira, sempre nei confronti del marco, abbia oltrepassato di molto un simile livello.

La letteratura offre, al riguardo, diverse possibili spiegazioni¹⁶.

Una prima spiegazione si basa sull'ipotesi che, in primo luogo, il tasso di cambio venga determinato sulla base dei fondamentali¹⁷ e che, in secondo luogo, gli operatori dei mercati finanziari internazionali operino in base ad aspettative razionali. Applicato al caso dell'Italia, ciò vorrebbe dire che, sulla base delle informazioni disponibili, i mercati stanno già scontando il perdurare, per i prossimi trimestri, di un differenziale di inflazione positivo tra l'Italia e la Germania. Anche se quest'ultimo fenomeno appare plausibile, per esempio, sulla base delle ultime proiezioni disponibili dell'OECD circa l'andamento, nel 1993-94, dei deflatori del prodotto lordo dei due paesi, gli ultimi dati disponibili sull'inflazione nei due paesi non sembrano suffragare del tutto l'ipotesi che un differenziale positivo permanga e, soprattutto, sia tale da giustificare un cambio dell'ordine di circa 965 lire per marco.

Un'altra possibile spiegazione, a nostro parere più accettabile, è allora quella che coniuga l'ipotesi di "razionalità debole" (in base alla quale non vigono aspettative razionali, ma piuttosto di tipo estrapolativo, circa i fondamentali) e quella cosiddetta delle *rational bubbles* temporanee. Secondo quest'ultima, il tasso di cambio viene determinato, oltre che dai fondamentali, da "bolle" speculative che devono essere tanto più rilevanti e devono durare tanto più a lungo quanto più gli operatori scontano la probabilità che tali "bolle" si sgonfino. Malgrado il fatto che, come detto, questa spiegazione ci sembri più aderente

¹⁶Una buona sintesi è quella contenuta in Copeland (1989), al quale faremo riferimento.

¹⁷In un modello monetario, tali fondamentali sono rappresentati dall'andamento degli stock relativi di moneta, da quello, sempre in termini relativi, del reddito e inoltre dalla parità non coperta dei tassi di interesse. Un modello più generale consente comunque di considerare altre variabili - come per esempio la competitività delle imprese sul mercato internazionale - in aggiunta a, o in sostituzione di, alcune delle variabili citate.

alla realtà di quella citata in precedenza, essa presenta il difetto di essere una spiegazione solo a metà. Essa non dice molto, infatti, sul come o sul perchè si sia determinata, nei primi mesi di quest'anno, una "bolla" speculativa sulla nostra moneta.

Al riguardo, la pubblicistica corrente ha insistito sul fatto che la debolezza della lira - derivante, diversamente da quanto accaduto nel 1992, non da elevate conversioni di attività in lire in attività in valuta, ma piuttosto dall'estrema rarefazione dell'offerta di queste ultime a fronte di un livello altrimenti "normale" di domanda - sarebbe attribuibile alle recenti vicende politico-giudiziarie avvenute in Italia. In verità, si è sostenuto che errate previsioni circa l'andamento dei cambi da parte degli economisti possono essere causate dal non avere incluso tra i fondamentali variabili, quali appunto gli eventi politici, che non appaiono tra i dati economici ma che vengono considerate come rilevanti dagli operatori di mercato¹⁸. A sfavore di questa tesi si può tuttavia avanzare l'osservazione che, mentre in effetti il cambio della lira ha subito oscillazioni verso l'alto in corrispondenza di alcuni di tali eventi, in altri casi si è mostrato invece del tutto insensibile nei loro confronti.

In conclusione, sembra comunque che una cosa si possa dire con un relativo margine di attendibilità. Così come, nell'estate del 1992, la difesa a oltranza del cambio da parte delle autorità monetarie e del governo italiani si è rivelata del tutto inefficace, così la decisione adottata di non rientrare nello SME, alla fine del 1992, alle parità che allora venivano determinandosi può avere influito negativamente sugli andamenti successivi del cambio. Le motivazioni di una simile decisione possono essere state molteplici, dal persistere dell'erroneo convincimento che i problemi di finanza pubblica vi ostassero o, più plausibilmente, al desiderio della Banca d'Italia di

¹⁸Cfr. ancora Copeland (1989), pp. 319-20.

rientrare nello SME dopo avere ricostituito livelli di riserve ufficiali ritenuti sufficienti. Quali che siano queste motivazioni, tuttavia, ci sembra che il non rientrare nello SME abbia potuto privare i mercati di un credibile punto di riferimento - generando forse anche aspettative di crisi difficilmente reversibile degli accordi di cambio - e quindi alimentare indirettamente la speculazione.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

Azzolini R. e Marani U. (1984), *La politica monetaria e le trasformazioni nel sistema finanziario: modelli analitici e di comportamento della Banca d'Italia*, in Azzolini e Marani (a cura di) (1984).

Azzolini R. e Marani U. (a cura di) (1984), *Politica monetaria e debito pubblico. L'esperienza italiana dell'ultimo decennio*, F. Angeli, Milano.

Baffi P. (1989), *Moneta Cee, falso traguardo*, *La Stampa*, 3 Giugno 1989.

Banca d'Italia (1992), *Bollettino Economico*, n° 19, Ottobre.

Banca d'Italia (1993), *Bollettino Economico*, n. 20, Febbraio.

Barca F. e Magnani M. (1989), *L'impresa fra capitale e lavoro*, Il Mulino, Bologna.

Centrale dei Bilanci (1988), *Economia e finanza dell'industria italiana 1982-1986*, Torino.

Corden W.M. (1979), *Inflation, Exchange Rates and the World Economy. Lectures on International Monetary Economics*, Clarendon Press, Oxford.

Confindustria (1991), *L'impresa difficile. Evoluzione delle PMI negli anni '80*, SIPI, Roma.

Copeland L.S. (1989), *Exchange Rates and International Finance*, Addison-Wesley, Wokingham.

Dornbusch R. (1991), *Problems of European monetary integration*, in Giovannini A. e Mayer C., *European Financial Integration*, Cambridge University Press, Cambridge.

Frankel J.A. e Mac Arthur A.T. (1988), Political vs. currency premia in international real interests differentials. A study of forward rates for 24 countries, *European Economic Review*, n°32.

Giannola A. e Marani U. (1991), I problemi, i termini del dibattito e lo schema di riferimento, in Giannola e Marani (a cura di) (1991).

Giannola A. e Marani U. (a cura di) (1991), *Tassi di interesse e debito pubblico. Una analisi del caso italiano*, ESI, Napoli.

Graziani A. (1991), L'inflazione italiana degli anni Ottanta, *Note Economiche*, n°3.

Jappelli T., Sbriglia P., Scafuri E. e Todaro A. (1984), *Cambi e struttura industriale*, F. Angeli, Milano.

Marani U. (1991), Tassi di interesse, equilibrio esterno e controllo degli aggregati monetari, in Giannola e Marani (a cura di) (1991).

Pivetti M. (1992), Fixed exchange rates and free capital mobility: A note on Spaventa's "change of regime", *Economie Appliquées*, n°3.

Sbriglia P. (1984), Cambi flessibili e vicende valutarie negli anni settanta, in Jappelli, Sbriglia, Scafuri e Todaro (1984).

Signorini F. (1991), Grandi e piccole imprese negli anni ottanta: la ristrutturazione dell'industria in una analisi dei dati di bilancio, *Banca d'Italia-Temi di discussione*, n. 175

Traù F. (1991), Rallentamento produttivo, perdita di competitività e caduta della redditività industriale alla fine degli anni ottanta, *Centro Studi Confindustria Ricerche*, n. 45.

TABELLA 1.

Tassi di cambio nominali e reali della lira (media del trimestre su media del trimestre dell'anno precedente; i tassi reali sono calcolati come differenza tra i tassi nominali e i deflatori del prodotto lordo).

		DOLLARO USA		FRANCO FRANCESE		MARCO TEDESCO	
		nom.	reale(*)	nom.	reale(*)	nom.	reale(*)
1985	I	21.6	15.9	1.4	-1.4	0.9	-5.2
	II	17.5	11.8	4.0	1.2	3.2	-2.9
	III	5.6	-0.1	9.5	5.7	7.6	1.5
	IV	-7.3	-13.0	9.9	7.1	9.4	3.3
1986	I	-20.9	-26.2	9.2	6.8	9.6	3.5
	II	-21.9	-27.2	3.1	0.7	7.5	1.4
	III	-24.2	-29.5	-2.8	-5.2	3.7	-2.4
	IV	-20.7	-26.0	-4.8	-7.2	2.2	-3.9
1987	I	-18.3	-21.1	-3.8	-6.2	4.4	-0.1
	II	-15.6	-18.4	0.0	-2.4	5.0	0.5
	III	-7.4	-10.2	2.4	0.0	5.1	0.6
	IV	-10.1	-12.9	2.6	0.2	5.7	1.2
1988	I	-5.3	-8.1	2.2	-1.4	3.8	-1.1
	II	-2.4	-5.2	1.8	-1.8	3.2	-1.7
	III	4.1	1.3	1.1	-2.5	2.6	-2.3
	IV	5.5	2.7	0.2	-3.4	1.4	-3.5
1989	I	9.8	7.8	-1.1	-4.3	-0.6	-4.7
	II	11.1	9.1	-2.0	-5.2	-2.0	-6.1
	III	0.0	-2.0	-2.8	-6.0	-2.9	-7.0
	IV	1.6	-0.4	-0.4	-3.0	-0.7	-4.8
1990	I	-7.6	-10.4	1.4	-2.7	1.1	-3.0
	II	-12.7	-15.5	1.6	-2.5	0.8	-3.3
	III	-15.1	-17.9	3.3	-0.8	2.5	-1.6
	IV	-15.6	-18.4	3.0	-1.1	2.0	-2.1
1991	I	-8.4	-11.6	0.7	-3.8	1.0	-1.8
	II	4.5	1.3	0.4	-4.1	1.1	-1.7
	III	10.7	7.5	-0.2	-4.7	1.1	-1.7
	IV	8.6	5.4	-1.2	-5.7	0.1	-2.7
1992	I	6.1	4.3	0.3	-1.0	0.4	1.4
	II	-5.5	-7.3	2.1	0.8	1.6	2.6
	III	-13.0	-14.8	4.1	2.8	3.8	4.8
	IV	11.1	9.3	17.5	16.2	16.8	17.8

(*) Il segno positivo indica svalutazione

Fonte: ns. elaborazioni su dati Banca d'Italia e Coord. Economic Outlook

LEGENDA TABELLE 2, 7-9

i = Tasso di interesse dell'Italia (tasso lordo sui Bot a 6 mesi, valori trimestralizzati).

i^* = Tassi di interesse di mercato monetario di Germania, Francia e Stati Uniti.

f_d = $[(f/s) - 1]$, premio o sconto a tre mesi della lira rispetto al marco, al franco francese e al dollaro (valori medi trimestrali),

dove:
 f = tasso di cambio forward a tre mesi della lira sul mercato di Francoforte
 s = tasso di cambio spot della lira.

S_{t+1} = Tasso di cambio spot della lira nei confronti del marco, del franco francese e del dollaro sfasato in avanti di un periodo (valori medi trimestrali).

π = Deflatore del prodotto dell'Italia (tassi di variazione trimestrali).

π^* = Deflatori del prodotto di Germania, Francia e Stati Uniti (tassi di variazione trimestrali).

TABELLA 2.

Tassi di interesse a breve, tassi di cambio e differenziali di inflazione dell'Italia nei confronti di Germania, Francia e Stati Uniti (valori medi trimestrali)

		GERMANIA	FRANCIA	STATI UNITI
i-i*	1985	1.9	0.8	1.2
	1986	1.6	0.9	1.1
	1987	1.6	0.6	1.2
	1988	1.6	0.7	1.0
	1989	1.3	0.7	1.0
	1990	0.9	0.4	1.1
	1991	0.7	0.6	1.6
	1992	1.1	0.9	2.6
f _d	1985	2.8	1.3	-0.1
	1986	2.3	0.4	0.6
	1987	2.1	0.8	0.1
	1988	1.6	0.7	1.0
	1989	1.6	0.8	0.3
	1990	0.7	0.5	1.7
	1991	0.6	0.5	1.7
	1992	2.0	1.7	2.4
S _{t+1}	1985	3.0	2.2	-5.7
	1986	1.1	-1.0	-4.9
	1987	0.9	0.6	-1.3
	1988	-0.2	-0.2	2.4
	1989	0.3	0.3	-1.9
	1990	0.3	0.2	-2.2
	1991	0.1	0.1	1.5
	1992	2.4	2.6	-0.9
π-π*	1985	1.5	0.7	1.4
	1986	1.1	0.6	1.3
	1987	1.0	0.8	0.7
	1988	1.2	0.9	0.7
	1989	1.0	0.8	0.5
	1990	1.0	1.0	0.7
	1991	0.7	1.1	0.8
	1992 (stime)	-0.2	0.3	0.4

Fonte: ns. elaborazioni su dati Banca d'Italia, statistiche nazionali

TABELLA 3.

Bilancia dei pagamenti di parte corrente dell'Italia (saldi in miliardi di lire)

	1985	1986	1987	1988
<i>Merci</i>	-11.930	5.850	-77	-746
<i>Merci cif-fob</i>	-21.208	-3.632	-11.143	-12.875
<i>Redditi di capitale</i>	-7.596	-7.466	-8.573	-9.278
Totale	-6.872	6.077	-1.940	-6.779
	1989	1990	1991	1992
<i>Merci</i>	-2.956	431	-919	3000
<i>Merci cif-fob</i>	-17.113	-14.190	-16.021	-12.681
<i>Redditi di capitale</i>	-11.366	-16.000	-19.992	-22.700
Totale	-14.811	-17.625	-26.224	-29.500

TABELLA 4.

Italia: movimenti di capitali (saldi in miliardi di lire)

	1985	1986	1987	1988
Investimenti diretti	-1.430	-3.987	2.341	1.729
Investimenti di portafoglio	717	-1.555	-9.618	430
di cui:				
Bot e Cct	1.460	3.936	n.d.	-68
Altri titoli pubblici	602	454	n.d.	5.325
Prestiti pubblici	4.392	2.733	5.788	2.869
Prestiti privati	351	109	5.169	6.045
Crediti comm.li a l.t.	1.020	-1.159	-478	-791
Crediti comm.li a b.t.	1.491	1.142	2.428	1.147
Altri capitali non bancari	-159	-140	518	-356
Totale capitali non bancari	6.382	-2.857	6.148	11.073
di cui:				
A breve termine	2.249	-4.844	-7.189	1.612
Capitali bancari	-5.299	6.454	5.573	10.224
Totale	1.083	3.597	11.721	21.297

(segue tabella 4.)

	1989	1990	1991	Gen-Mag	1992 Giu-Dic	Anno
Investimenti diretti	63	-1.520	-6.011		n.d.	
Investimenti di portafoglio	4.750	-337	-7.561		n.d.	
di cui:						
Bot e Cct	927	3.893	5.260		n.d.	
Altri titoli pubblici	8.977	12.494	13.970		n.d.	
Prestiti pubblici	1.303	5.691	-1.742		n.d.	
Prestiti privati	16.842	25.725	7.480		n.d.	
Crediti comm.li a l.t.	-1.450	-2.200	-1.780		n.d.	
Crediti comm.li a b.t.	-2.310	1.808	-2.381		n.d.	
Altri capitali non bancari	-237	-640	-791		n.d.	
Totale capitali non bancari	18.961	28.527	-12.786	-20.980	-4.702	-25.682
di cui:						
A breve termine	3.689	-2.145	-9.942		n.d.	
Capitali bancari	4.979	22.976	39.369	35.602	-10.023	25.179
Totale	33.940	51.503	26.583	14.222	-14.725	-503

TABELLA 5.

Debito estero dell'Italia (consistenze nette in miliardi di lire)

	1985	1986	1987	1988
(A) Debito estero dei residenti, esclusa Banca Centrale	79.541	75.286	86.226	109.087
(B) Debito pubblico nei confronti dell'estero ⁽¹⁾	18.435	17.619	23.536	28.763
(A) / Pil (%)	9.8	8.4	8.8	10.0
(B) / A (%)	23.2	23.4	27.3	26.4
(A): numeri indice 1985=100	100.0	94.6	105.2	126.6
(B): numeri indice 1985=100	100.0	95.7	128.3	156.5
	1989	1990	1991	
(A) Debito estero dei residenti, esclusa Banca Centrale	152.655	200.232	214.780	
(B) Debito pubblico nei confronti dell'estero ⁽¹⁾	35.116	48.756	54.781	
(A) / Pil (%)	12.8	15.3	15.0	
(B) / A (%)	23.0	24.3	25.5	
(A): numeri indice 1985=100	186.2	244.3	262.0	
(B): numeri indice 1985=100	190.8	265.2	297.8	

(1) Valori nominali

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia

TABELLA 6.

Posizione netta sull'estero delle aziende di credito per valuta (migliaia di miliardi di lire)⁽¹⁾

	1985	1986	1987	1988
Dollari USA				
consistenze	7.71	9.58	10.49	13.29
flussi	-4.41	1.87	0.91	2.80
Sterline inglesi				
consistenze	0.76	0.49	1.08	1.95
flussi	0.11	-0.27	0.59	0.80
Marchi tedeschi				
consistenze	4.05	5.60	7.82	8.89
flussi	-0.07	1.54	2.22	1.07
Franchi francesi				
consistenze	2.19	2.99	4.59	5.10
flussi	0.19	0.80	1.60	0.51
Totale valute				
consistenze	21.00	24.83	31.23	41.41
flussi	-6.98	3.83	6.40	10.18
	1989	1990	1991	
Dollari USA				
consistenze	11.63	5.60	20.93	
flussi	-1.66	-6.03	15.33	
Sterline inglesi				
consistenze	-2.51	3.20	3.33	
flussi	-4.46	5.71	0.13	
Marchi tedeschi				
consistenze	12.38	18.80	23.53	
flussi	3.49	6.42	4.73	
Franchi francesi				
consistenze	4.67	4.09	7.40	
flussi	-0.43	-0.58	3.31	
Totale valute				
consistenze	48.32	51.85	81.64	
flussi	6.91	3.53	29.79	

(1) Il segno positivo indica una posizione debitoria netta (in consistenze) e un afflusso netto di capitali bancari (in flussi)

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

TABELLA 7.

ITALIA - GERMANIA

		$(1-i^*-f_d)$	$(f_d-\pi+\pi^*)$
		Differenziale coperto dei tassi di interesse	Premio o sconto reale a termine della lira ^(*)
1985	I	-1.4	1.5
	II	0.0	0.4
	III	-1.3	1.8
	IV	-0.7	1.0
1986	I	-1.5	2.5
	II	-0.3	0.9
	III	-0.4	0.8
	IV	-0.4	0.6
1987	I	-1.7	2.1
	II	-0.2	0.7
	III	-0.3	1.0
	IV	-1.0	1.9
1988	I	-0.3	0.9
	II	-0.1	0.4
	III	-0.1	0.4
	IV	0.1	0.2
1989	I	-0.2	0.5
	II	0.1	0.1
	III	-0.2	0.6
	IV	-0.8	1.0
1990	I	0.1	-0.1
	II	0.4	-0.6
	III	0.0	-0.2
	IV	0.0	-0.2
1991	I	0.5	-0.4
	II	0.0	-0.1
	III	0.0	0.0
	IV	-0.1	0.0
1992	I	0.0	0.9
	II	0.3	0.8
	III	-2.9	4.7
Valori medi			
1985-87		-0.8	1.3
1988-89		-0.2	0.5
1990-92 (II trim.)		0.1	0.0

(*) Il segno positivo indica uno sconto

Fonte: ns. elaborazioni su dati Banca d'Italia e statistiche nazionali

TABELLA 7. (segue)

ITALIA - GERMANIA

		(f_d-s_{t+1})	$(s_{t+1}-\pi+\pi^*)$
		Premio di rischio di cambio	Deprezzamento o apprezzamento reale atteso della lira ^(*)
1985	I	0.3	1.2
	II	-4.9	5.3
	III	1.4	0.4
	IV	2.0	-1.0
1986	I	2.9	-0.4
	II	1.6	-0.7
	III	1.3	-0.5
	IV	-0.9	1.5
1987	I	1.8	0.3
	II	1.1	-0.4
	III	0.8	0.2
	IV	2.2	-0.3
1988	I	1.4	-0.5
	II	1.7	-1.3
	III	1.6	-1.2
	IV	2.6	-2.4
1989	I	2.2	-1.6
	II	2.2	-2.0
	III	-0.6	1.3
	IV	1.3	-0.2
1990	I	1.9	-2.0
	II	-0.2	-0.4
	III	-1.0	0.8
	IV	1.1	-1.3
1991	I	1.3	-1.7
	II	0.0	-0.1
	III	-0.1	0.1
	IV	0.7	-0.7
1992	I	0.5	0.4
	II	-2.1	2.9
	III	-9.0	13.7
Valori medi			
1985-87		0.8	0.5
1987-89		1.6	-1.0
1990-92 (II trim.)		0.2	-0.2

(*) Il segno positivo indica un deprezzamento atteso

Fonte: ns. elaborazioni su dati Banca d'Italia e statistiche nazionali

TABELLA 8.

ITALIA - FRANCIA

		$(1-i^*-f_d)$	$(f_d-\pi+\pi^*)$
		Differenziale coperto dei tassi di interesse	Premio o sconto reale a termine della lira(*)
1985	I	-1.3	1.1
	II	0.0	0.1
	III	-0.6	0.8
	IV	0.0	0.1
1986	I	1.8	-1.3
	II	-0.1	0.4
	III	0.2	0.1
	IV	0.3	-0.2
1987	I	-0.2	-0.2
	II	-0.2	-0.2
	III	-0.3	0.3
	IV	-0.1	0.1
1988	I	-0.2	0.0
	II	-0.1	-0.1
	III	0.1	-0.2
	IV	0.1	-0.3
1989	I	-0.3	0.2
	II	0.2	-0.3
	III	-0.2	0.3
	IV	-0.1	-0.1
1990	I	-0.2	-0.4
	II	0.0	-0.6
	III	-0.4	-0.3
	IV	0.2	-0.7
1991	I	0.2	-0.7
	II	0.0	-0.6
	III	0.0	-0.5
	IV	0.0	-0.5
1992	I	0.0	0.3
	II	0.1	0.4
	III	-2.4	3.4
Valori medi			
1986-87		0.0	0.1
1988-89		0.0	0.0
1990-92 (II trim.)		0.0	-0.4

(*) Il segno positivo indica uno sconto

Fonte: ns. elaborazioni su dati Banca d'Italia e statistiche nazionali

TABELLA 8. (segue)

ITALIA - FRANCIA

		(f_d-S_{t+1})	$(S_{t+1}-\pi+\pi^*)$
		Premio di rischio di cambio	Deprezzamento o apprezzamento reale atteso della lira(*)
1985	I	-1.1	2.2
	II	-3.2	3.3
	III	-0.3	1.1
	IV	1.0	-0.9
1986	I	2.1	-3.4
	II	2.8	-2.4
	III	0.9	-0.8
	IV	-0.5	0.3
1987	I	-0.5	0.3
	II	0.0	-0.2
	III	1.1	-0.8
	IV	0.3	-0.2
1988	I	0.2	0.0
	II	0.9	-0.8
	III	1.6	-1.6
	IV	1.3	-1.4
1989	I	1.3	-1.0
	II	1.5	-1.7
	III	-0.5	0.9
	IV	-0.3	0.3
1990	I	0.7	-1.1
	II	-0.4	-0.2
	III	-0.6	0.3
	IV	1.5	-2.2
1991	I	1.0	-1.7
	II	0.2	-0.8
	III	0.3	-0.8
	IV	0.3	-0.8
1992	I	-0.6	0.9
	II	-1.5	1.9
	III	-9.5	12.9
Valori medi			
1985-87		0.2	-0.1
1988-89		0.8	-0.7
1990-92 (II trim.)		0.1	-0.5

(*) Il segno positivo indica un deprezzamento atteso

Fonte: ns. elaborazioni su dati Banca d'Italia e statistiche nazionali

TABELLA 9.

ITALIA - STATI UNITI

		$(i-i^*-f_d)$	$(f_d-\pi+\pi^*)$
		Differenziale coperto dei tassi di interesse	Premio o sconto reale a termine della lira(*)
1985	I	0.8	-1.1
	II	0.6	-0.5
	III	2.7	-2.7
	IV	1.4	-1.7
1986	I	0.4	-0.4
	II	0.5	-0.7
	III	0.9	-1.2
	IV	0.1	-0.5
1987	I	1.7	-1.4
	II	-0.3	0.6
	III	0.3	0.2
	IV	2.7	-1.9
1988	I	0.2	0.3
	II	-1.3	1.6
	III	-0.1	0.4
	IV	1.1	-1.0
1989	I	-0.3	0.6
	II	0.3	0.1
	III	1.4	-0.7
	IV	1.7	-0.9
1990	I	-0.1	0.5
	II	-0.9	1.1
	III	1.3	-1.0
	IV	-0.4	0.9
1991	I	-2.1	2.8
	II	-1.2	1.8
	III	1.6	-0.8
	IV	1.2	-0.2
1992	I	-0.6	2.2
	II	1.3	0.6
	III	-0.7	3.4
Valori medi			
1985-87		1.0	-0.9
1988-89		0.4	0.0
1990-92 (II trim.)		0.0	0.8

(*) Il segno positivo indica uno sconto

Fonte: ns. elaborazioni su dati Banca d'Italia e statistiche nazionali

TABELLA 9. (segue)

ITALIA - STATI UNITI

		(f_d-S_{t+1})	$(S_{t+1}-\pi+\pi^*)$
		Premio di rischio di cambio	Deprezzamento o apprezzamento reale atteso della lira(*)
1985	I	2.9	-3.9
	II	4.6	-5.0
	III	6.3	-8.9
	IV	8.4	-10.0
1986	I	4.7	-5.0
	II	7.2	-7.8
	III	3.4	-4.5
	IV	6.8	-7.2
1987	I	-0.2	-1.2
	II	-1.1	1.7
	III	7.0	-6.8
	IV	-0.2	-1.7
1988	I	-1.7	2.0
	II	-6.9	8.5
	III	6.0	-5.6
	IV	-3.3	2.3
1989	I	-2.8	3.5
	II	3.5	-2.1
	III	3.2	-3.9
	IV	5.8	-6.6
1990	I	3.0	-2.6
	II	6.3	-5.3
	III	3.8	-4.9
	IV	-0.2	1.0
1991	I	-8.5	11.2
	II	-1.4	0.3
	III	5.9	-6.8
	IV	1.2	-1.5
1992	I	2.8	-0.6
	II	7.8	-7.2
	III	-16.3	19.7
Valori medi			
1985-87		4.2	-5.0
1988-89		0.5	-0.2
1990-92 (II trim.)		2.1	-1.6

(*) Il segno positivo indica un deprezzamento atteso

Fonte: ns. elaborazioni su dati Banca d'Italia e statistiche nazionali

TABELLA 10

CAMPIONE MEDIOBANCA. INDICATORI ECONOMICO-FINANZIARI: 974
IMPRESE PRIVATE (valori percentuali ove non diversamente
specificato)

	1977	1980	1983	1986	1988	1991
Mol/Valore aggiunto	28.2	30.4	31.5	36.2	37.0	28.1
Roi (rendimento capitale investito)	8.6	11.1	9.8	12.5	11.0	6.1
Roe (rendimento capitale netto)	-2.7	3.2	0.5	10.8	10.2	2.2
Oneri finanziari netti/ Debiti finanziari	15.2	17.0	19.0	15.0	12.0	11.7
Debiti finanziari/ Capitale netto (valore assoluto)	1.74	1.35	1.00	0.72	0.74	0.70
Investimenti fissi/Valore aggiunto	18.6	17.8	17.1	21.1	20.2	23.1
Autofinanziamento/Investimenti fissi (valore assoluto)	0.75	0.90	0.89	1.16	1.16	0.87
Fatturato all'export/ Fatturato	22.2	20.5	20.4	20.6	20.6	20.7

Fonte: elaborazioni su dati Mediobanca

TABELLA 11

CAMPIONE MEDIOBANCA. INDICATORI ECONOMICO-FINANZIARI: 195 MEDIE IMPRESE
(valori percentuali ove non diversamente specificato)

	1977	1980	1983	1986	1988	1991
Mol/Valore aggiunto	39.7	35.2	33.3	37.3	37.2	28.3
Roi (rendimento capitale investito)	14.9	18.0	9.8	13.0	11.4	6.7
Roe (rendimento capitale netto)	7.9	13.9	1.0	11.4	11.2	1.1
Oneri finanziari netti/ Debiti finanziari	21.7	21.7	22.8	15.1	11.8	13.1
Debiti finanziari/ Capitale netto (valore assoluto)	1.02	1.09	0.66	0.76	0.73	0.88
Investimenti fissi/Valore aggiunto	15.2	16.8	14.4	13.9	20.3	18.8
Autofinanziamento/Investimenti fissi (valore assoluto)	1.10	1.28	1.16	1.62	1.09	0.84
Fatturato all'export/ Fatturato	17.1	13.9	16.6	20.0	19.7	19.8

Fonte: elaborazioni su dati Mediobanca

TABELLA 12

IMPRESE DEL CAMPIONE MEDIOBANCA
SCOMPOSIZIONE DELLA VARIAZIONE DEL ROE (punti percentuali)

	1980/1977	1983/1980	1986/1983	1988/1986	1991/1988
974 IMPRESE PRIVATE					
Effetto "redditività"	6,8	-3,1	5,6	-2,6	-8,5
Effetto "tasso di interesse"	-3,1	-2,7	4	2,1	0,2
Effetto "struttura finanziaria"	2,2	3,2	0,7	-0,1	0,3
TOTALE	5,9	-2,6	10,3	-0,6	-8
195 MEDIE IMPRESE					
Effetto "redditività"	6,2	-17,3	5,5	-2,8	-8,1
Effetto "tasso di interesse"	0	-1,2	5,1	2,6	-1
Effetto "struttura finanziaria"	-0,2	5,6	-0,2	0	-0,1
TOTALE	6	-12,9	10,4	-0,2	-10,1

Fonte: elaborazioni su dati Mediobanca

Elenco dei Quaderni pubblicati

- n.1 (febbraio 1979) MASSIMO DI MATTEO, Alcune considerazioni sui concetti di lavoro produttivo e improduttivo in Marx
- n.2 (marzo 1979) MARIA L. RUIZ, Mercati oligopolistici e scambi internazionali di manufatti. Alcune ipotesi e un'applicazione all'Italia
- n.3 (maggio 1979) DOMENICO MARIO NUTI, Le contraddizioni delle economie socialiste: una interpretazione marxista
- n.4 (giugno 1979) ALESSANDRO VERCELLI, Equilibrio e dinamica del sistema economico-semantica dei linguaggi formalizzati e modello keynesiano
- n.5 (settembre 1979) A. RONCAGLIA - M. TONVERONACHI, Monetaristi e neokeynesiani: due scuole o una?
- n.6 (dicembre 1979) NERI SALVADORI, Mutamento dei metodi di produzione e produzione congiunta
- n.7 (gennaio 1980) GIUSEPPE DELLA TORRE, La struttura del sistema finanziario italiano: considerazioni in margine ad un'indagine sull'evoluzione quantitativa nel dopoguerra (1948-1978).
- n.8 (gennaio 1980) AGOSTINO D'ERCOLE, Ruolo della moneta ed impostazione antiquantitativa in Marx: una nota
- n.9 (novembre 1980) GIULIO CIFARELLI, The natural rate of unemployment with rational expectations hypothesis. Some problems of estimation
- n.10 (dicembre 1980) SILVANO VICARELLI, Note su ammortamenti, rimpiazzi e tasso di crescita
- n.10 bis (aprile 1981) LIONELLO F. PUNZO, Does the standard system exist?
- n.11 (marzo 1982) SANDRO GRONCHI, A meaningful sufficient condition for the uniqueness of the internal rate of return
- n.12 (giugno 1982) FABIO PETRI, Some implications of money creation in a growing economy
- n.13 (settembre 1982) RUGGERO PALADINI, Da Cournot all'oligopolio: aspetti dei processi concorrenziali
- n.14 (ottobre 1982) SANDRO GRONCHI, A Generalized internal rate of return depending on the cost of capital
- n.15 (novembre 1982) FABIO PETRI, The Patinkin controversy revisited
- n.16 (dicembre 1982) MARINELLA TERRASI BALESTRIERI, La dinamica della localizzazione industriale: aspetti teorici e analisi empirica
- n.17 (gennaio 1983) FABIO PETRI, The connection between Say's law and the theory of the rate of interest in Ricardo
- n.18 (gennaio 1983) GIULIO CIFARELLI, Inflation and output in Italy: a rational expectations interpretation
- n.19 (gennaio 1983) MASSIMO DI MATTEO, Monetary conditions in a classical growth cycle
- n.20 (marzo 1983) M. DI MATTEO - M.L. RUIZ, Effetti dell'interdipendenza tra paesi produttori di petrolio e paesi industrializzati: un'analisi macrodinamica
- n.21 (marzo 1983) ANTONIO CRISTOFARO, La base imponente dell'IRPEF: un'analisi empirica
- n.22 (gennaio 1984) FLAVIO CASPRINI, L'efficienza del mercato dei cambi. Analisi teorica e verifica empirica
- n.23 (febbraio 1984) PIETRO PUCCINELLI, Imprese e mercato nelle economie socialiste: due approcci alternativi
- n.24 (febbraio 1984) BRUNO MICONI, Potere prezzi e distribuzione in economie mercantili caratterizzate da diverse relazioni sociali
- n.25 (aprile 1984) SANDRO GRONCHI, On investment criteria based on the internal rate of return
- n.26 (maggio 1984) SANDRO GRONCHI, On Karmel's criterion for optimal truncation
- n.27 (giugno 1984) SANDRO GRONCHI, On truncation "theorems"
- n.28 (ottobre 1984) LIONELLO F. PUNZO, La matematica di Sraffa
- n.29 (dicembre 1984) ANTONELLA STIRATI, Women's work in economic development process
- n.30 (gennaio 1985) GIULIO CIFARELLI, The natural rate of unemployment and rational expectation hypotheses: some empirical tests
- n.31 (gennaio 1985) SIMONETTA BOTARELLI, Alcuni aspetti della concentrazione dei redditi nel Comune di Siena
- n.32 (febbraio 1985) FOSCO GIOVANNONI, Alcune considerazioni metodologiche sulla riforma di un sistema tributario

- n.33 (febbraio 1985) SIMONETTA BOTARELLI, Ineguaglianza dei redditi personali a livello comunale
- n.34 (marzo 1985) IAN STEEDMAN, Produced inputs and tax incidence theory
- n.35 (aprile 1985) RICHARD GOODWIN, Prelude to a reconstruction of economic theory. A critique of Sraffa
- n.36 (aprile 1985) MICHIO MORISHIMA, Classical, neoclassical and Keynesian in the Leontief world
- n.37 (aprile 1985) SECONDO TARDITI, Analisi delle politiche settoriali: prezzi e redditi nel settore agroalimentare
- n.38 (maggio 1985) PIETRO BOD, Sui punti fissi di applicazioni isotoniche
- n.39 (giugno 1985) STEFANO VANNUCCI, Schemi di gioco simmetrici e stabili e teoremi di possibilità per scelte collettive
- n.40 (luglio 1985) RICHARD GOODWIN, The use of gradient dynamics in linear general disequilibrium theory
- n.41 (agosto 1985) M. MORISHIMA and T. SAWA, Expectations and the life span of the regime.
- n.42 (settembre 1985) ALESSANDRO VERCELLI, Keynes, Schumpeter, Marx and the structural instability of capitalism
- n.43 (ottobre 1985) ALESSANDRO VERCELLI, Money and production in Schumpeter and Keynes: two dichotomies
- n.44 (novembre 1985) MARCO LONZI, Aspetti matematici nella ricerca di condizioni di unicità per il Tasso Interno di Rendimento
- n.45 (dicembre 1985) NIKOLAUS K.A. LAUFER, Theoretical foundations of a new money supply hypothesis for the FRG.
- n.46 (gennaio 1986) ENRICO ZAGHINI, Una dimostrazione alternativa dell'esistenza di equilibri in un modello di accumulazione pura
- n.47 (febbraio 1986) ALESSANDRO VERCELLI, Structural stability and the epistemology of change: a critical appraisal
- n.48 (marzo 1986) JOHN HICKS, Rational behaviour: observation or assumption?
- n.49 (aprile 1986) DOMENICO MARIO NUTI, Merger conditions and the measurement of disequilibrium in labour-managed economies
- n.50 (maggio 1986) SUSAN SENIOR NELLO, Un'applicazione della Public Choice Theory alla questione della riforma della Politica Agricola Comune della CEE
- n.51 (maggio 1986) SERENA SORDI, Some notes on the second version of Kalecki's Business Cycle Theory
- n.52 (giugno 1986) PIERANGELO GAREGNANI, The classical theory of wage and the role of demand schedules in the determination of relative prices
- n.53 (luglio 1986) FRANCO BIRARDI, Crescita, sviluppo ed evoluzione: l'affermazione dei nessi strutturali sistematici e la combinazione di scienza, tecnologia ed economica nelle prime industrializzazioni
- n.54 (agosto 1986) M. AMENDOLA - J.L. GAFFARD, Innovation as creation of technology: a sequential model
- n.55 (settembre 1986) GIULIO CIFARELLI, Exchange rates, market efficiency and "news". Model specification and econometric identification
- n.56 (settembre 1986) ALESSANDRO VERCELLI, Technological flexibility, financial fragility and the recent revival of Schumpeterian entrepreneurship
- n.57 (ottobre 1986) FABIO PETRI, The meaning of the Cambridge controversies on capital theory: an attempt at communication
- n.58 (ottobre 1986) DANIELE CHECCHI, The international coordination of counter-cyclical policies
- n.59 (novembre 1986) ALESSANDRO VERCELLI, Probabilistic causality and economic models: Suppes, Keynes, Granger
- n.60 (dicembre 1986) LIONELLO F. PUNZO, J. Von Neumann and K. Menger's mathematical colloquium
- n.61 (dicembre 1986) MICHAEL BACHARACH, Three scenarios for fulfilled expectations
- n.62 (gennaio 1987) J. ESTEBAN and T. MILLAN, Competitive equilibria and the core of overlapping generations economies
- n.63 (gennaio 1987) ROBERT W. CLOWER, New directions for keynesian economics
- n.64 (febbraio 1987) MARCO P. TUCCI, A simple introduction to flexible functional forms and consumer behaviour theory
- n.65 (marzo 1987) NICOLA DIMITRI, Generalizations of some continuous time epidemic models

- n.66 (aprile 1987) MASSIMO DI MATTEO, Goodwin and the Evolution of a Capitalistic Economy: An Afterthought
- n.67 (maggio 1987) MASSIMO DI MATTEO, Early Discussions on Long Waves
- n.68 (giugno 1987) MASSIMO DI MATTEO, Warranted, Natural, and Actual Rates of Growth: Reflections of a Perplex
- n.69 (settembre 1987) LUISA MONTUSCHI, Inward-Looking development and import substitution in the Argentine Economy 1950-1980
- n.70 (dicembre 1987) GIANCARLO GANDOLFO and PIETRO CARLO PADOAN, The Mark V version of the Italian continuous time model
- n.71 (dicembre 1987) SILVANO VICARELLI, Impatience to consume, the utility of wealth and the rate of interest
- n.72 (gennaio 1988) OMAR CHISARI, Worker's assets, foreign debt and the dynamics of an economy
- n.73 (febbraio 1988) STEFANO VANNUCCI, On exactly strong-Nash-implementable power allocations
- n.74 (marzo 1988) PIER LUIGI LANDI, Aspetti economici della società anonima della strada ferrata Empoli-Siena o Centrale Toscana fino al 1859
- n.75 (aprile 1988) FRANCO BIRARDI, Generating the space of physical characteristics by means of elements which are discrete and limited over time (A note on innovation in chemical technologies)
- n.76 (maggio 1988) LILIA COSTABILE, Politica monetaria, debito pubblico e tasso di interesse
- n.77 (giugno 1988) GIUSEPPE DELLA TORRE, L'evoluzione dei sistemi finanziari nell'approccio contabile di Raymond Goldsmith.
- Alcune considerazioni analitiche
- n.78 (luglio 1988) FRANCESCO FARINA, Fattori tecnologici e transazionali nella divisione interindustriale del lavoro
- n.79 (ottobre 1988) FRANCESCO FARINA, Gli obiettivi della Banca d'Italia e i tassi d'interesse sul debito pubblico
- n.80 (novembre 1988) GIULIO CIFARELLI, La razionalità del tasso di cambio a termine e le "notizie": una analisi empirica
- n.81 (dicembre 1988) MAURO CAMINATI, Cyclical growth in a long-period perspective
- n.82 (gennaio 1989) LUIGI LUINI, Crescita esterna dell'impresa e teorie economiche
- n.83 (marzo 1989) LUIGI M. TOMASINI, A Scheme to Allocate Wastewater Rights
- n.84 (aprile 1989) STEFANO VANNUCCI, On Consistency Properties of some Strongly Implementable Social Choice Rules with Endogenous Agenda Formation
- n.85 (maggio 1989) AGOSTINO D'ERCOLE, Economia e Moneta in Schumpeter
- n.86 (maggio 1989) CHARLES GOODHART, What do Central Banks Do?
- n.87 (giugno 1989) PAOLO DEL GIOVANE, Foreign Firms' Behavior In the United States Market during the Dollar Cycle
- n.88 (giugno 1989) GÉRARD DUMÉNIL and DOMINIQUE LÉVY, The classical legacy and beyond
- n.89 (luglio 1989) RICCARDO FIORITO, Inventory accounting and profit evaluation
- n.90 (settembre 1989) NICOLA DIMITRI, On the robustness of the rational expectations hypothesis
- n.91 (settembre 1989) PIERMARIO PACINI, Expectations, learning and equilibrium in a non-walrasian model: a constructive approach
- n.92 (ottobre 1989) AGOSTINO D'ERCOLE, Sulla teoria monetaria del tasso di interesse di Schumpeter
- n.93 (ottobre 1989) UGO PAGANO, Firms, co-ordination and disequilibrium
- n.94 (novembre 1989) UGO PAGANO, Determinazione endogena dei diritti di proprietà in una economia di mercato
- n.95 (dicembre 1989) UGO PAGANO, Property rights, asset specificity, and the division of labour under alternative capitalist relations
- n.96 (dicembre 1989) MICHIO MORISHIMA, Wage differentials In Japan: 1958-1985
- n.97 (gennaio 1990) PIERPAOLO PIERANI - PIER LUIGI RIZZI, An econometric analysis of the olive oil market in Italy
- n.98 (febbraio 1990) ENRICO GIOVANNINI, Squilibri settoriali e dinamica macroeconomica di breve periodo: il caso dell'industria italiana
- n.99 (maggio 1990) GIULIO CIFARELLI, Sul determinanti degli errori di previsione a termine nel mercato dei cambi
- n.100 (maggio 1990) EDITED BY MASSIMO DI MATTEO Celebrating R.M. Goodwin's 75 birthday

- n.101 (maggio 1990) OMAR O. CHISARI - JOSE' M. FANELLI Three-gap models, optimal growth and the economic dynamics of highly indebted countries
- n.102 (giugno 1990) FRANCESCO FARINA Italy's monetary policy inside the european monetary system
- n.103 (giugno 1990) STEFANO VANNUCCI On the closure operators of an effectivity function
- n.104 (giugno 1990) STEFANO VANNUCCI Struttura del mercato, giochi semplici e potenziali monopolistici
- n.105 (luglio 1990) STEFANO VANNUCCI A note on ergodic and vnn-stable sets of abstract games
- n.106 (luglio 1990) SIMONETTA BOTARELLI I nuovi estimi catastali: motivazioni ed effetti distributivi
- n.107 (luglio 1990) PIETRO PUCCINELLI Impresa e mercato un approccio dinamico
- n.108 (agosto 1990) UGO PAGANO Braverman, Harry (1920-1976)
- n.109 (agosto 1990) UGO PAGANO Property rights equilibria and institutional stability
- n.110 (settembre 1990) STEPHAN R. EPSTEIN Cities, regions and the late medieval crisis: Sicily and Tuscany compared
- n.111 (ottobre 1990) MAURO CAMINATI On the stability of long-period positions: an introductory note
- n.112 (ottobre 1990) MAURO CAMINATI Cicli endogeni in disequilibrio e congetture
- n.113 (ottobre 1990) AGOSTINO D'ERCOLE Il concetto di integrazione finanziaria internazionale, Problemi e prospettive
- n.114 (ottobre 1990) LIONELLO F. PUNZO Hilbert's mathematical formalism and the neoclassical revolution
- n.115 (ottobre 1990) BRUNO MICONI - PIER MARIO PACINI Price systems, bargaining theory and social relations
- n.116 (ottobre 1990) LIONELLO F. PUNZO J.-M. Grandmont on "temporary equilibrium: money, expectations and dynamics". Some Comments.
- n.117 (novembre 1990) GIULIO CIFARELLI Cointegration and the unbiased efficiency of the forward exchange rate
- n.118 (novembre 1990) SIMONETTA BOTARELLI L'imposizione delle imprese minori: problemi di determinazione della base imponibile nei sistemi forfettari. Una nota
- n.119 (dicembre 1990) GIUSEPPE DELLA TORRE Teoria economica e contabilità sociale. Il «national bureau of economic research» (1920-1945)
- n.120 (dicembre 1990) ELISABETTA CROCI ANGELINI - SECONDO TARDITI Ec Enlargement and trade liberalization in the vegetable oils market
- n.121 (dicembre 1990) ELISABETTA CROCI ANGELINI Costs and benefits of the common agricultural policy to the member countries
- n.122 (dicembre 1990) GIANCARLO MARINI - PASQUALE SCARAMOZZINO Inflation expectations, price flexibility, and output variability in macro models
- n.123 (dicembre 1990) RAUL de LUZENBERGER - GIANCARLO MARINI The sustainability of public debt: tests and indicators
- n.124 (dicembre 1990) MARCO P. TUCCI Time-varying parameters: a critical Introduction
- n.125 (dicembre 1990) GIOVANNI FERRI Preferences and technology in the real business cycle
- n.126 (dicembre 1990) SILVANO VICARELLI Preferenza per la liquidità e valore dell'informazione
- n.127 (gennaio 1990) FABIO CESARE BAGLIANO - GIANCARLO MARINI On the role of monetary factors in business cycle models
- n.128 (febbraio 1991) LUIGI TOMASINI Due modelli di controllo dell'evasione fiscale
- n.129 (giugno 1991) MASANAO AOKI - RICCARDO FIORITO Analysis of us real GNP and unemployment interactions: state space approach
- n.130 (luglio 1991) PIERPAOLO PIERANI - PIER LUIGI RIZZI Produttività totale dei fattori e progresso tecnico nell'agricoltura italiana: un confronto Nord-Sud
- n.131 (settembre 1991) AGOSTINO D'ERCOLE L'integrazione finanziaria internazionale e la relazione risparmi-investimenti
- n.132 (settembre 1991) GIULIO CIFARELLI Le fluttuazioni del dollaro negli anni ottanta. Una analisi econometrica
- n.133 (novembre 1991) STEFANO VANNUCCI On Stable standards of behaviour
- n.134 (novembre 1991) LUIGI M. TOMASINI Politica dei redditi e compartecipazione
- n.135 (dicembre 1991) NICOLA DIMITRI Asymptotic consensus with partitions
- n.136 (gennaio 1992) MAURIZIO BAUSSOLA - RICCARDO FIORITO Regional Unemployment in Italy: sources and cures

- n.137 (febbraio 1992) STEFANO VANNUCCI Implementation Theory and Ethics
- n.138 (febbraio 1992) MASSIMO DI MATTEO Forms of trade control in an equilibrium north-south model : a comparative evaluation
- n.139 (febbraio 1992) MASSIMO DI MATTEO E' veramente da criticare una politica export-led? Alcuni risultati usando un modello di equilibrio nord-sud
- n.140 (maggio 1992) BERNHARD BÖHM An Introduction into environmental economics (lecture notes)
- n.141 (settembre 1992) RICCARDO FIORITO - FLAVIO PADRINI Unemployment components in the G7 countries
- n.142 (ottobre 1992) GIULIO CIFARELLI Fundamentals, regime shifts and dollar behaviour in the 1980s. An empirical analysis
- n.143 (ottobre 1992) FRANK HAHN A Remark on Incomplete market equilibrium
- n.144 (ottobre 1992) NICOLA DIMITRI Generalized Information structures: some theoretical and methodological issues
- n.145 (ottobre 1992) FRANCESCO FARINA Distributive Justice as a coordination problem
- n.146 (ottobre 1992) MAURIZIO FRANZINI The role of the market in a complex institutional order
- n.147 (novembre 1992) FRANCESCO PULITINI Le vestali del mercato. Qualche appunto sull'antitrust italiano
- n.148 (novembre 1992) VALERIA DE BONIS On stabilisation Policy in a single currency area. An IS-LM-AS Model
- n.149 (dicembre 1992) FRANK HAHN An Economist's view of higher education
- n.150 (gennaio 1993) GIANROCCO TUCCI Integrazione tra efficienza ed equità-come-assenza-di invidia in un'analisi costi-benefici non tradizionale
- n.151 (gennaio 1993) BERNHARD BÖHM An Introduction into environmental economics - Reprint
- n.152 (febbraio 1993) NICOLA DIMITRI Learning partitions
- n.153 (marzo 1993) SERENA SORDI Nonlinear models of the business cycle and chaos theory: a critical analysis

Alla presente Collana "gialla" di quaderni il Dipartimento di Economia Politica affianca una Collana "celeste" di monografie. I numeri pubblicati a tutt'oggi sono i seguenti:

- 1) GIUSEPPE DELLA TORRE, Istituzioni creditizie ed Accumulazione del Capitale in Italia (1948-81), 1984.
- 2) SANDRO GRONCHI, Tasso Interno di Rendimento e Valutazione dei Progetti: una Analisi Teorica, 1984.
- 3) ALDINO MONTI, La Proprietà Immobiliare a Bologna in Età Napoleonica (1797-1810), 1984.
- 4) GIULIO CIFARELLI, Equilibrium and Disequilibrium Interpretations of Inflation, 1985.
- 5) STEPHAN E. EPSTEIN, Sicily and its markets: 1300-1500 economic growth and social transformation
- 6) ROBERT SOLOW, Siena Lectures on Endogenous Growth Theory, edited by Serena Sordi
- 7) Guida alle attività del Dipartimento di Economia Politica

Stampato nel 1993 dalla
COPISTERIA EMMECI, Via Pantaneto 132 - Siena -