

AIOTE - ASSOBAT - ATIC - FOREX

Cambi e tassi di interesse nell'attuale congiuntura

Intervento del Governatore della Banca d'Italia
Antonio Fazio

Sorrento, 21 gennaio 1995

Sommario

	pagina
• Politica monetaria negli Stati Uniti e tassi di interesse	5
• Bilance dei pagamenti e movimenti di capitale nel 1993-94	8
• La bilancia dei pagamenti italiana e il cambio della lira	10
• La posizione patrimoniale dell'Italia	15

Nel sistema di Bretton Woods un disavanzo di parte corrente si rifletteva subito sul tasso di cambio; le regole richiedevano un aggiustamento in tempi brevi del cambio per correggere gli squilibri fondamentali.

La mobilità dei capitali e l'ampliamento dei mercati finanziari internazionali hanno allentato la cogenza del vincolo della bilancia dei pagamenti. Quel vincolo non è però scomparso; esso torna a manifestarsi in maniera determinante in una prospettiva di medio periodo.

Il declino del valore del dollaro dalla metà degli anni ottanta in poi riflette il progressivo accumulo di una posizione patrimoniale passiva netta dell'economia americana, che alla fine del 1994 si ragguagliava a circa l'11 per cento del prodotto nazionale lordo del paese. Tra l'inizio degli anni ottanta e la fine del 1994 il dollaro si è deprezzato di oltre il 50 per cento nei confronti dello yen e di circa il 20 per cento con riferimento al marco.

Nello stesso intervallo di tempo la moneta giapponese e quella tedesca si sono apprezzate rispettivamente del 120 per cento e del 30 per cento nei confronti di tutte le principali valute, proprio in risposta all'accumulo di un attivo patrimoniale, pari attualmente per il Giappone al 16 per cento del prodotto e per la Germania al 13 per cento.

Nelle transazioni internazionali la presenza del marco e dello yen è in costante crescita, ma la posizione del dollaro risulta ancora predominante. Alla metà degli anni ottanta le transazioni in cambi, pari a 200 miliardi di dollari

al giorno, erano svolte per il 94 per cento in dollari; nel 1992 il valore delle transazioni risultava quintuplicato; il peso relativo del dollaro era ancora pari all'81 per cento.

Politica monetaria negli Stati Uniti e tassi di interesse

La correlazione tra l'andamento dei tassi di interesse nei principali paesi industriali si è fatta più stretta nel corso degli anni ottanta. Nel segmento a breve termine tra il 1982 e il 1988 prevale nella generalità dei paesi una tendenza discendente (fig. 1); la riduzione è notevole in Italia, dove si passa dal 20 al 10 per cento. Pur nella comune tendenza, le oscillazioni di medio periodo sono negli Stati Uniti più accentuate che altrove.

I tassi a breve termine riflettono la situazione nei mercati internazionali, ma in primo luogo le condizioni cicliche delle singole economie e gli atteggiamenti delle politiche monetarie nazionali.

Dopo il punto minimo raggiunto nel 1988, ha origine negli Stati Uniti una nuova ondata di aumento dei tassi di interesse; questa si fa più decisa nel corso del biennio 1988-89; si passa per i tassi a tre mesi da poco più del 5 a circa il 9 per cento.

Il movimento dei tassi di interesse nel Regno Unito e in Germania, sia pure con una variabilità più elevata, segue con lieve ritardo quello degli Stati Uniti, rispondendo all'azione di politica monetaria volta a controllare il ciclo produttivo e l'inflazione.

Negli Stati Uniti, conseguiti questi obiettivi, la politica monetaria ridiviene più espansiva e i tassi di interesse riprendono a diminuire alla fine del 1989. Discendono al 3 per cento alla fine del 1992, rispondendo all'esigenza di reflazione a favore del settore privato, famiglie e imprese, particolarmente indebitato. Anche in Giappone i tassi a breve scendono a valori minimi nel 1993. Nel complesso, in quell'anno, il livello dei tassi di interesse è in tutto il sistema a uno dei punti più bassi. Va notato tuttavia che gli anni ottanta sono stati caratterizzati da elevati tassi di interesse, nominali e reali, in connessione con il ritrovato ruolo della politica monetaria per il controllo dell'inflazione. Livelli più bassi dei tassi di interesse rispetto a quelli del 1993 si osservano negli Stati Uniti solo negli anni della easy money policy del primo periodo successivo alla seconda guerra mondiale.

La correlazione tra tassi di interesse a livello internazionale appare più evidente per i titoli a lungo termine, tanto nelle fasi di ascesa quanto in quelle di riduzione (fig. 2).

Ancor più contenuta è la dispersione dei tassi in termini reali (fig. 3). L'intensificarsi della mobilità internazionale delle risorse favorisce la convergenza dei tassi di interesse reali, anche attraverso rilevanti operazioni di arbitraggio sui rendimenti degli investimenti nelle diverse

economie.

La forte correlazione dei tassi a lungo termine nei differenti paesi rende meno stretta la relazione all'interno di ogni economia tra i tassi a breve termine, controllati dalla politica monetaria, e quelli a lungo termine.

Negli Stati Uniti, l'andamento di tutta la struttura per scadenza è dominato dalla politica monetaria della Riserva Federale: l'intera curva dei rendimenti in dollari si è spostata in modo pressoché parallelo ai movimenti dei tassi a breve termine (fig. 4).

Nella fase di rapida diminuzione - fine 1991 - i rendimenti per le scadenze più lunghe hanno tardato a seguire i movimenti dei tassi a breve; allorché veniva, gradualmente, avvicinato il punto di minimo, la curva assumeva di nuovo un regolare andamento ascendente con la scadenza più breve intorno al 3 per cento e quella a dieci anni intorno al 6.

Nella fase di risalita dei tassi - autunno 1994 - tutta la curva si è spostata verso l'alto, con un primo tratto molto inclinato, rivelando aspettative di ulteriori, imminenti, aumenti dei tassi monetari.

Negli altri principali paesi, i cui mercati dovrebbero pure godere di una notevole indipendenza dalla situazione internazionale - tra questi Germania e Francia - i tassi a lungo termine hanno seguito gli impulsi provenienti dal mercato statunitense; quelli a breve termine hanno risposto agli orientamenti delle politiche monetarie nazionali.

La curva dei rendimenti si presenta pertanto in più

occasioni discendente; i tassi a breve si muovono con differente prontezza e intensità in relazione alle diverse condizioni congiunturali di prezzi e cambi nelle rispettive economie (fig. 5).

Bilance dei pagamenti e movimenti di capitale nel 1993-94

Un'analisi delle bilance dei pagamenti dei principali paesi, relativa all'ultimo quadriennio, pone in luce il costante peggioramento di quella americana. Tra la fine del 1991 e il giugno 1994 la disponibilità di dollari per il resto del mondo si è accresciuta di circa 160 miliardi. Il livello relativamente basso dei tassi di interesse, fino a tutto il 1993, ha stimolato deflussi di fondi sotto forma di investimenti diretti e di portafoglio (tav. 1).

Dal 1991 l'avanzo di parte corrente giapponese è stato più ampio del disavanzo statunitense. I contenuti tassi di interesse nell'area dello yen e l'abbondante disponibilità di credito hanno determinato uscite di capitali che, per la componente costituita da investimenti diretti e di portafoglio, si sono ragguagliate a circa un quarto dell'avanzo di parte corrente. Nel complesso la disponibilità di fondi in yen presso le banche giapponesi da parte di non residenti, tra la fine del 1990 e la metà del 1994, si è ridotta di 250 miliardi di dollari; tale movimento ha contribuito al rafforzamento della moneta giapponese nel periodo in esame.

Dal 1991 la bilancia dei pagamenti correnti della Repubblica federale tedesca è in costante, anche se conte-

nuto, passivo. I tassi di interesse a breve termine, più elevati rispetto a quelli americani e giapponesi, hanno attratto un cospicuo afflusso di fondi; questo ha più che compensato lo squilibrio di parte corrente. Gli investimenti di portafoglio dall'estero hanno impresso un rapido movimento ascendente ai corsi obbligazionari durato fino all'inizio del 1994; i flussi di capitale e l'andamento dei corsi si sono rovesciati nel prosieguo dell'anno.

I movimenti dei tassi di interesse e dei cambi nelle tre aree monetarie sono dunque riconducibili, nel periodo in esame, all'evoluzione delle bilance dei pagamenti e delle politiche monetarie nei tre principali paesi.

Anche per la Francia lo schema di interpretazione è sostanzialmente valido. Gli investimenti di portafoglio provenienti dall'estero nei primi anni novanta, il sostanziale pareggio della bilancia dei pagamenti correnti e, infine, l'equilibrio della posizione patrimoniale del paese nei confronti dell'estero hanno garantito il mantenimento di un cambio stabile in relazione al marco. I tassi di interesse a lungo termine sono discesi nei primi anni del periodo in esame, muovendosi in parallelo a quelli americani e tedeschi; in termini reali risultano particolarmente elevati, superati nel gruppo dei sette maggiori paesi soltanto dai valori osservati in Canada e in Italia (tav. 2). L'alto livello dei tassi reali e la rigorosa politica di stabilità sono riflessi, nell'immediato, in un difficile riassorbimento dell'elevata disoccupazione.

Lo schema fin qui rappresentato diviene una spiegazione parziale, talora insufficiente, per altre economie; ciò soprattutto allorché si manifestano gravi carenze, nell'efficienza complessiva del sistema economico e nella distribuzione del reddito, connesse in particolare con i disavanzi della Pubblica amministrazione e alla presenza di ampie sacche di disoccupazione strutturale.

La bilancia dei pagamenti italiana e il cambio della lira

Sulla situazione valutaria del nostro Paese mi sono intrattenuto nel precedente incontro del Forex a Salsomaggiore, nell'ottobre del 1993.

Gli avvenimenti successivi hanno visto anche l'Italia coinvolta, sia pure con qualche ritardo, nel movimento al rialzo dei tassi di interesse a lungo termine che, proprio in quel momento, cominciava a delinearsi negli Stati Uniti.

Abbiamo tentato, riuscendovi in notevole misura, in armonia con quanto avveniva negli altri paesi europei, di ridurre ulteriormente il costo del denaro e i tassi di rendimento nel segmento a più breve scadenza. Un'ultima riduzione dei tassi ufficiali è stata attuata nel maggio 1994.

I nostri tassi a lungo termine erano rimasti fino ad allora stabili e il differenziale rispetto ai principali paesi aveva raggiunto valori minimi.

Le partite correnti hanno continuato a mostrare un ampio surplus nel corso di tutto il 1994.

Gli afflussi di capitali dall'estero sotto forma di

investimenti di portafoglio, equivalenti a 70 miliardi di dollari nel 1993, hanno avuto una inversione di tendenza nei primi mesi del 1994; i disinvestimenti dall'estero, da marzo a ottobre, sono stati pari a 30 miliardi di dollari. Negli ultimi due mesi dell'anno, pur in presenza di notevoli incertezze nella situazione interna, si è di nuovo registrato un afflusso di capitali. Gli investimenti di portafoglio dell'estero sono stati in larga parte finanziati in lire. Questi afflussi sono sicuramente determinati da corsi dei titoli depressi e da tassi di rendimento eccessivi rispetto all'andamento dei fattori economici fondamentali.

Nel complesso dell'anno 1994 elevata è apparsa la reattività dei mercati finanziari alle vicende politiche interne.

Dalla primavera in poi la domanda di valuta sul nostro mercato ha ecceduto sistematicamente l'offerta riveniente dal surplus di parte corrente. Ne è derivato un continuo peggioramento del cambio, in perfetto parallelismo con l'aumento dei rendimenti dei titoli a lungo termine e con il connesso progressivo ampliamento del differenziale rispetto agli altri mercati.

Con riferimento al cambio, va ricordato che mentre nel 1993 il marco si era deprezzato del 6 per cento circa rispetto al dollaro, nel 1994 il rapporto tra dollaro e marco, pari a 1,75 in gennaio, è sceso a fine anno intorno a

1,56: si è avuto dunque nel corso del 1994 un apprezzamento della valuta tedesca in termini di dollaro del 12 per cento.

Il valore del marco rispetto alla lira è passato da 975 lire in gennaio a 1.050 in dicembre: un apprezzamento sulla nostra moneta dell'8 per cento che si aggiunge tuttavia al 7 per cento dell'anno precedente. E' tornata a prevalere la vecchia regola valida per le valute meno forti che le vede fluttuare a metà strada tra il dollaro e il marco (fig. 6).

Nella prima fase di indebolimento del dollaro, durata fino a marzo del 1994, la lira era peraltro rimasta stabile rispetto al marco; si è quindi apprezzata nei primi giorni di aprile rimanendo su quei valori fino a metà maggio. Da tale momento in poi la perdita di valore, sia pure attraverso ampie oscillazioni, si è fatta consistente: il tasso di cambio effettivo nominale della lira si è deprezzato nel periodo in esame del 7 per cento. Un comportamento analogo a quello della lira ha avuto la sterlina inglese: il suo valore era di 2.540 lire in gennaio, di 2.546 in dicembre.

E' degna di nota la perfetta correlazione tra gli andamenti del tasso di cambio lira-marco e del differenziale tra rendimento dei buoni del Tesoro decennali e quello degli analoghi titoli tedeschi; la correlazione è stata molto stretta non solo da maggio in poi, ma anche nella prima parte dell'anno (fig. 7).

Alla base di questi andamenti si ritrova l'evoluzione delle principali partite della nostra bilancia dei pagamenti nel corso del 1994.

Nel 1993, le partite correnti della nostra bilancia dei pagamenti avevano segnato un saldo attivo di 18 mila miliardi. Nel 1994, l'avanzo dovrebbe superare i 25 mila miliardi (tav. 3).

Mi ero soffermato nella Relazione dello scorso anno sugli ampi rimborsi di prestiti bancari in valuta effettuati nel 1993 dalle imprese italiane; tali rimborsi avevano condotto a una riduzione, per un ammontare praticamente identico, della posizione passiva netta del sistema bancario nei confronti dell'estero. Avevo individuato in tali movimenti, pur in presenza dell'attivo di parte corrente della bilancia dei pagamenti, la causa strumentale di indebolimento della nostra valuta nel corso del 1993.

Nel 1994 i rimborsi, da parte delle nostre imprese, di finanziamenti ricevuti dall'estero hanno riguardato prevalentemente i prestiti a medio e a lungo termine, per un ammontare nell'anno pari a circa 15 mila miliardi.

I rimborsi effettuati nel 1993 rispondevano alla ricerca di una posizione più equilibrata della situazione valutaria del Paese nel suo complesso. Fino ad agosto del 1992 erano aumentati i debiti a breve in valuta delle imprese nei confronti dell'estero, attraverso le banche. Tale movimento aveva in qualche misura contribuito a mantenere elevato il tasso di cambio. Il successivo smantellamento delle posizioni debitorie, pur conseguente al ritorno in attivo del saldo di parte corrente, aveva fatto ridiscendere il cambio verso

livelli più prossimi all'equilibrio.

Sempre nel 1993, il deflusso di valuta facente capo principalmente a risparmiatori diversi dalle imprese, per investimenti di portafoglio, per lo più attraverso intermediari autorizzati, era stato di 15 mila miliardi; occorre considerare anche uscite di valuta prossime a 30 mila miliardi, in parte ascrivibili a ritardati incassi e anticipati pagamenti. Durante lo scorso anno i deflussi di valuta per investimenti di portafoglio all'estero sono diventati più consistenti, risultando dell'ordine di 22 mila miliardi.

La componente che mostra un andamento fortemente differenziato nei due anni a confronto e che sembra muovere in maniera più diretta il cambio e il corso dei titoli è costituita dagli investimenti di portafoglio dall'estero. Questi erano stati attivi per 127 mila miliardi nel 1993; ancora attivi per 26 mila miliardi nei primi due mesi del 1994; sono divenuti passivi per 30 mila miliardi da marzo a ottobre; sono tornati di nuovo attivi in novembre e dicembre.

Non tutto l'ammontare di questi investimenti si traduce in variazioni dell'offerta di valuta sul nostro mercato: una quota rilevante è stata infatti finanziata a breve in lire da parte delle nostre banche. Tuttavia tali flussi hanno impresso al tasso di cambio e ai corsi dei titoli intense oscillazioni anche nel breve periodo, amplificate da operazioni a termine e in strumenti derivati. Sono essi i fattori della stretta correlazione tra tasso di cambio e differenziale di rendimento tra i nostri titoli e quelli

esteri.

Come prima ho ricordato, alla base di queste ampie variazioni dei portafogli stanno movimenti internazionali di capitale collegati alle oscillazioni dei tassi di interesse nell'area del dollaro. Queste operazioni sono classificate come investimenti di portafoglio; in effetti la loro natura è di breve termine, così da assimilarle a movimenti di hot money. Nelle esperienze dei decenni passati tali flussi riguardavano soprattutto i depositi bancari; nell'attuale contesto operazioni tanto ingenti trovano miglior supporto negli ampi, organizzati e liquidi mercati obbligazionari, a pronti e a termine.

La posizione patrimoniale dell'Italia

Ho indicato all'inizio di questo intervento nella posizione netta nei confronti dell'estero dei tre maggiori paesi una delle cause fondamentali che presiedono al valore delle rispettive monete.

La situazione patrimoniale complessiva dell'Italia è in netto miglioramento nel corso dei due ultimi anni, in relazione al surplus di parte corrente della bilancia dei pagamenti. Tuttavia, la posizione rimane nel complesso negativa per un ammontare stimabile, a fine 1994, nell'ordine di 130 mila miliardi. La variazione nel tempo riflette l'andamento della bilancia dei pagamenti, ma essendo gran parte delle attività e passività espresse in monete diverse dalla lira risente anche del tasso di cambio (tav. 4).

La posizione era passiva per 175 mila miliardi, pari all'11,6 per cento del prodotto interno lordo a fine 1992; è migliorata, discendendo al 7,9 per cento, a fine 1994.

La situazione passiva del paese si scompone tuttavia in posizioni di segno diverso per i vari operatori; ognuno di essi risponde a motivazioni differenti per quanto riguarda domanda e offerta di valuta.

Il settore pubblico tra la fine del 1992 e la fine del 1994 ha accresciuto la sua posizione passiva nei confronti dell'estero da 90 a 210 mila miliardi; la variazione è il risultato di un'accresciuta detenzione di titoli di Stato in lire e in valuta da parte di non residenti. Nella misura in cui i titoli pubblici sono classati anche presso non residenti, il loro ammontare, che comunque rimane limitato rispetto al totale del debito, non determina necessariamente una pressione sul cambio.

A fine 1994, la posizione attiva della banca centrale, costituita dall'ammontare di oro e valute, e con l'esclusione della parte costituita da acquisti sotto forma di pronti contro termine, si ragguaglia a circa 60 mila miliardi.

Sempre a fine 1994 la posizione "propria" sull'estero del sistema bancario con raccolta a breve termine era attiva per circa 29 mila miliardi, costituita in prevalenza dalla posizione in cambi e da "lire sintetiche". Tale posizione è passata da valori prossimi al pareggio nel corso del 1992 a valori ampiamente positivi, contribuendo alla pressione sul tasso di cambio.

La posizione del sistema bancario con raccolta a medio e lungo termine risulta passiva, tra i 60 e i 70 mila miliardi; a fronte si ritrova un indebitamento delle imprese in valuta a medio termine.

Fin qui i settori istituzionali e gli intermediari finanziari la cui attività è stata indirizzata principalmente a gestire domanda e offerta di valuta e a facilitare il collocamento del debito pubblico.

I settori che più dinamicamente hanno influenzato il tasso di cambio nel corso dell'ultimo biennio e i cui comportamenti appaiono tuttora in rapida evoluzione sono quelli delle famiglie, cioè dei risparmiatori, e delle imprese non finanziarie.

La consistenza degli investimenti all'estero delle famiglie, anche attraverso i fondi comuni, è in rapida crescita: da 66 mila miliardi a fine 1990 è passata a 123 mila miliardi a fine 1993. L'ammontare dovrebbe avvicinarsi ai 140 mila miliardi a fine 1994. La tendenza appare destinata a permanere anche nell'anno in corso, rispondendo a esigenze di diversificazione dei portafogli. Tale domanda di attività sull'estero si traduce in una costante e regolare offerta di lire contro valuta.

Le imprese non finanziarie hanno ridotto nel corso del 1993 la loro posizione debitoria nei confronti dell'estero rimborsando impieghi bancari in valuta; nel 1994 tale posizione è rimasta sostanzialmente stazionaria. Peraltro, come già ricordato, è stato considerevole il flusso di rimborsi

all'estero - 14 mila miliardi - di prestiti direttamente contratti dalle imprese.

Risulta, in definitiva, in notevole miglioramento l'attivo patrimoniale netto sull'estero di "altre" imprese e operatori privati diversi dalle famiglie. La rapidissima crescita della posizione complessiva nei confronti dell'estero di questo insieme di operatori manifesta una tendenza alla differenziazione dei portafogli attraverso la costituzione di attività patrimoniali in valuta. La tendenza appare molto più marcata rispetto a quella delle famiglie e dei risparmiatori che operano per il tramite di fondi comuni e di altri intermediari.

Nel complesso la posizione del settore privato non bancario nei confronti dell'estero si è accresciuta di circa 80 mila miliardi nel 1993 e di altri 70 mila nel 1994.

La domanda di valuta di questi operatori ha superato ampiamente l'attivo di parte corrente della bilancia dei pagamenti. E' a tale movimento di fondo che va ricondotta la tendenza di più lungo periodo al peggioramento del tasso di cambio effettivo.

Alla base dei descritti comportamenti si ritrovano una volontà di diversificazione delle attività del portafoglio, ma soprattutto, nel corso della seconda metà del 1994, aspettative di elevati rendimenti per gli investimenti in valuta rispetto a quelli in lire; il divario è misurato in definitiva dal differenziale tra i tassi di interesse in Italia e quelli negli altri paesi.

Differenziali di rendimento tra gli investimenti in lire e analoghi investimenti in dollari, marchi o franchi francesi che oscillano dai 400 ai 500 punti base, dedotta una trascurabile componente di rischio in conto capitale, si spiegano in termini di aspettative sul tasso di cambio e di variabilità dello stesso cambio e del corso dei titoli. La stretta correlazione rilevata tra prezzi dei titoli e movimenti del cambio accresce il rischio per gli investimenti di breve durata, amplia il differenziale di rendimento.

Sull'andamento di più lungo periodo del cambio influiscono i differenziali di inflazione. Soprattutto nel breve termine pesano fattori generali di ordine metaeconomico, in parte irrazionali, che influiscono sulle aspettative di cambio e sui comportamenti degli operatori in materia di allocazione del risparmio.

Gli attivi patrimoniali del settore privato sono in continua crescita per l'accumulo di risparmio delle famiglie. I conti economici delle imprese hanno presentato nell'ultimo biennio cospicui miglioramenti in relazione alla stabilità dei costi del lavoro e al favorevole andamento della produzione e delle vendite.

Il debito netto dell'Italia nei confronti dell'estero è diminuito dall'11,6 per cento del prodotto interno lordo, a fine 1992, al 7,9 dello stesso aggregato, a fine 1994.

E' necessario che il miglioramento continui nei prossimi anni. Fa ben sperare al riguardo l'ulteriore attivo della bilancia dei pagamenti correnti previsto per l'anno in corso. Il permanere di un surplus anche negli anni seguenti va considerato un obiettivo prioritario della politica economica.

La tendenza da parte di famiglie e imprese ad accrescere la quota di investimenti patrimoniali all'estero si è riflessa negativamente, in condizioni di incertezza diffusa, anche sull'attività di investimento in capitali produttivi in Italia.

Dalla simulazione del nostro modello econometrico risulta che gli investimenti in impianti e attrezzature sono sensibilmente inferiori a quelli prevedibili in base all'andamento della produzione e dei profitti realizzati dalle imprese.

Gli stessi elementi di incertezza che hanno portato all'accelerazione degli investimenti finanziari all'estero hanno probabilmente trattenuto anche gli imprenditori dall'accrescere la capacità produttiva, nell'attesa di nuove e migliori prospettive.

La caduta di occupazione che ha colpito nell'ultimo biennio tutti i paesi dell'Unione europea è stata particolarmente intensa in Italia. Il fenomeno presenta caratteristiche di particolare gravità nel Mezzogiorno.

Il rientro dalle descritte tendenze e situazioni va

ricercato in primo luogo in una condizione generale del sistema economico e del Paese, che porti a una ulteriore riduzione del differenziale inflazionistico rispetto alle altre economie industriali.

La politica di bilancio deve decisamente orientarsi verso il mantenimento di una posizione attiva dei conti con l'estero, favorendo il rientro del cambio dai depressi livelli attuali, non necessari alla competitività delle imprese.

Una manovra supplementare sui conti pubblici dell'ordine di almeno un punto percentuale del prodotto, che riconduca, come nelle intenzioni del Governo, con sicurezza, il disavanzo pubblico entro i limiti già indicati nel Documento di programmazione economica e finanziaria; il collegamento funzionale di tale manovra con il bilancio per l'anno 1996, soprattutto attraverso la politica fiscale, l'avvio della riforma tributaria, il miglioramento dell'efficienza dell'Amministrazione; la correzione strutturale del regime pensionistico: tutti questi elementi sono necessari, ma anche sufficienti, a ricondurre la nostra economia verso una prospettiva di sviluppo nella stabilità.

La chiarezza di questo orientamento non mancherà di produrre benefici effetti sui mercati finanziari, dando forza al cambio, riducendo il tasso di interesse, migliorando il fabbisogno pubblico.

La politica monetaria rimane orientata in senso restrittivo. La crescita nominale degli aggregati di moneta e credito è risultata molto contenuta nel corso del 1994; in

termini reali la variazione è negativa. Sarebbe un errore grave, nell'attuale contesto, promuovere l'espansione del credito e della moneta con l'intento di abbassare il livello dei tassi a breve termine; ne risentirebbero a breve scadenza l'andamento dei prezzi e del cambio, gli stessi tassi di interesse, generando l'esigenza di attuare in un secondo momento restrizioni più drastiche, negative per la prosecuzione del ciclo economico.

E' inevitabile, per molti versi opportuno, che anche per le componenti finanziarie continui il processo di apertura internazionale della nostra economia.

Affinché questo processo si svolga ordinatamente è necessaria un'azione di politica economica che limiti l'ulteriore accumulo di quella componente di ricchezza privata che è costituita da debiti del settore pubblico.

La composizione delle attività finanziarie è squilibrata per un eccessivo peso della carta pubblica, ma il volume complessivo di debito nel sistema è contenuto. L'indebitamento dei vari settori e le attività finanziarie complessive sono inferiori a quelli rilevabili negli altri paesi industriali, a causa principalmente del basso livello di debiti delle famiglie, nonché di una tendenza alla riduzione anche di quelli delle imprese.

La stabilità finanziaria del sistema è dunque elevata, grazie anche alla buona situazione patrimoniale del sistema bancario.

I movimenti dei tassi di interesse e quelli del

tasso di cambio osservati durante la seconda metà dell'anno trascorso, la debolezza dell'attività di investimento, le tendenze negative dell'occupazione non riflettono la forza di fondo del sistema produttivo, la solidità dell'economia reale, la contenuta evoluzione dei costi di origine interna.

Esistono margini per un consistente apprezzamento del cambio e per una riduzione dell'ampio differenziale nei tassi a medio termine.

Esistono altresì le condizioni macroeconomiche per un'accelerazione degli investimenti privati che possa permettere all'occupazione di ritrovare una fase di positiva espansione.

L'elevatezza del rendimento richiesto dagli investitori per i nostri titoli pubblici si fonda su non giustificate aspettative di perdite di valore della moneta.

La competitività di prezzo delle nostre merci, tenuto conto del buon andamento dei costi interni e dell'ampliamento dei margini delle imprese, è eccezionalmente elevata rispetto all'esperienza degli ultimi decenni.

Le imprese che nella precedente difficile fase congiunturale hanno ampliato la capacità produttiva stanno raccogliendo pienamente i frutti con elevate vendite all'estero.

E' necessario trovare un punto di incontro tra le opposte istanze che permetta di affrontare razionalmente alcuni aspetti dell'emergenza economica. Gli atteggiamenti

debbono ritrovare una linea di razionalità che consenta, attraverso il risanamento del bilancio pubblico, di trasformare la favorevole congiuntura produttiva in una nuova fase di sviluppo dell'economia. Ciò nell'interesse di ognuno e di tutti, in primo luogo di coloro - tra questi una quota elevata dei giovani - che hanno difficoltà a inserirsi nel processo produttivo.

La Banca d'Italia è consapevole della necessità che il dibattito rimanga in limiti rispettosi dei ruoli e delle istituzioni; ciò anche al fine di evitare il diffondersi, negli osservatori e negli operatori esteri, di opinioni ingiustificate sul nostro sistema politico e sociale, opinioni che rischiano di danneggiare ulteriormente la nostra economia.