

CIPE
Comitato interministeriale
per la programmazione economica

**Intervento del Governatore della Banca d'Italia
Antonio Fazio**

27 settembre 1995

1. L'economia mondiale si trova in una fase di generale rallentamento. Il FMI ha rivisto verso il basso di mezzo punto percentuale la previsione di crescita del prodotto nei paesi industrializzati, al 2,5 per cento nel 1995 e al 2,4 nel 1996. L'economia giapponese stenta a ripartire; un impulso dovrebbe derivare dal pacchetto di stimolo fiscale di recente approvazione. Nel complesso, la situazione dell'economia mondiale non sembra giustificare però timori di recessione; si configura, piuttosto, come un assestamento verso ritmi di crescita più equilibrati e sostenibili. In Germania, dopo il sensibile rallentamento del primo semestre i più recenti dati congiunturali fanno prevedere un'accelerazione dell'attività produttiva nella seconda metà del 1995 e nel 1996, favorita dall'allentamento monetario attuato dalla Bundesbank.

Il problema occupazionale rimane prioritario in tutti i principali paesi. In Europa, il tasso di disoccupazione è ancora attorno all'11 per cento. La scarsa reattività della domanda di lavoro rispetto a variazioni positive dei livelli di attività che si osserva nel continente europeo suggerisce la necessità di provvedimenti strutturali volti ad accrescere la flessibilità del mercato del lavoro.

L'inflazione appare quasi ovunque sotto controllo. In Germania e in Francia essa si colloca attorno al 2 per cento, livello in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi nel medio termine. Ancora in corso di riassorbimento rimangono, in molti paesi, i disavanzi pubblici, cresciuti fortemente durante la fase recessiva.

2. La ripresa economica in Italia si va consolidando. Dopo la forte accelerazione dello scorso anno, la produzione industriale è cresciuta nei

primi mesi di quest'anno a un ritmo più moderato; la crescita media nel 1995 dovrebbe comunque risultare non inferiore al 4 per cento. Una dinamica più moderata dell'output industriale aiuta a rendere compatibili il riassorbimento della disoccupazione e l'esigenza di evitare tensioni sui prezzi. La stima di crescita del PIL presentata a questo Comitato, pari al 3 per cento, è comunque superiore sia al 2,2 per cento del 1994, sia al 2,6 previsto dodici mesi fa in questa stessa sede.

La composizione del prodotto si contraddistingue, come nel recente passato, per un forte contributo delle esportazioni, a cui si aggiunge, quest'anno, quello degli investimenti in macchine e attrezzature. L'accresciuto peso di questa componente suggerisce che la ripresa dovrebbe incontrare meno rapidamente che in passato il vincolo della capacità produttiva. A partire dal 1996, i consumi delle famiglie aumenteranno gradualmente il proprio peso fra i fattori della crescita.

Continua il cospicuo avanzo della bilancia dei pagamenti correnti e il conseguente riequilibrio della posizione sull'estero del Paese. Dopo il graduale aumento verificatosi negli anni ottanta, la posizione debitoria netta del paese verso l'estero aveva raggiunto, nel 1992, l'11 per cento del PIL; da allora, si è ridotta a circa la metà. Nelle previsioni che stiamo esaminando è implicito l'annullamento del debito estero italiano entro un triennio.

3. A partire dai mesi centrali dello scorso anno, l'inflazione nel nostro paese era tornata a crescere, con una preoccupante accelerazione nei primi mesi del 1995. La dinamica dei prezzi al consumo, anticipata da quella dei prezzi alla produzione dei manufatti, aveva tratto alimento dal deprezzamento del cambio e dalla pressione della domanda; era

influenzata dalla necessità di ricorrere ad aumenti delle imposte indirette nella manovra di finanza pubblica.

In maggio, nella Relazione della Banca, sottolineai la necessità di conseguire un calo dell'inflazione entro l'estate, indicando che in caso contrario una nuova restrizione monetaria sarebbe stata inevitabile. La flessione si sta realizzando; nel corso del terzo trimestre, la variazione del costo della vita, al netto della stagionalità e delle imposte indirette, si situa in ragione d'anno un punto percentuale e mezzo al di sotto del valore del trimestre precedente. Il controllo delle tensioni inflazionistiche è stato favorito, anche in questa fase, dalla moderazione dei costi del lavoro; senza di essa, il deprezzamento della lira nell'ultimo triennio avrebbe innescato una fiammata inflazionistica di ben più vaste proporzioni. Nella stessa direzione ha operato la politica monetaria, divenuta più restrittiva già dalla primavera del 1994.

4. Dopo l'aumento dei tassi ufficiali dell'agosto 1994, la politica monetaria ha mantenuto fino a dicembre scorso un orientamento stabile. La dinamica degli aggregati monetari, già frenata dalla precedente restrizione della liquidità, ha invertito il segno, divenendo negativa nella seconda parte dell'anno. Nello stesso periodo, il differenziale d'interesse a lungo termine fra la lira e il marco rilevato sull'euromercato si è ridotto; non ne hanno però beneficiato i titoli di Stato, i cui rendimenti hanno mostrato, in quella fase, un divario crescente rispetto a quelli in eurolire su analoghe scadenze.

L'acuirsi dell'incertezza politica attorno alla fine dello scorso anno e l'improvviso deprezzamento del dollaro in febbraio hanno indebolito la nostra valuta, accentuando le spinte inflazionistiche e

determinando rischi per la stessa stabilità finanziaria. L'aumento dei tassi ufficiali del 21 febbraio e l'ulteriore restrizione della liquidità attuata in seguito hanno mirato ad arginare quella pressione e quei rischi. Nelle settimane successive, tuttavia, fattori internazionali e interni hanno continuato a incidere negativamente sulla lira, accentuando le preoccupazioni inflazionistiche. Il 26 maggio, la manovra monetaria restrittiva è stata rafforzata con l'ulteriore aumento dei tassi di sconto e sulle anticipazioni dello 0,75 per cento.

Gli aumenti dei tassi ufficiali di febbraio e maggio, seguiti da corrispondenti variazioni dei tassi di mercato monetario, non hanno impedito che si realizzasse una flessione dei rendimenti sulle scadenze più lontane. Il rendimento lordo sul BTP decennale si è collocato a metà settembre all'11,2 per cento, contro il 12,3 di fine 1994; ha toccato, l'8 marzo, un massimo pari al 13,7 per cento. Nello stesso arco di tempo, il tasso interbancario a tre mesi è salito dal 9,1 al 10,2 per cento. Negli ultimi giorni, le tensioni sui mercati finanziari hanno determinato un moderato aumento dei rendimenti su tutte le scadenze.

La riduzione, negli ultimi mesi, dello scarto di interesse richiesto dal mercato sulle scadenze più lunghe denota un miglioramento delle aspettative, frutto dei progressi compiuti nell'azione di risanamento della finanza pubblica e dell'orientamento antinflazionistico della politica monetaria. Questa azione congiunta deve continuare.

5. La lira ha continuato a deprezzarsi, gradualmente ma con continuità, nel corso del 1994, muovendosi in stretta connessione con il dollaro. Alla fine dell'anno, il tasso di cambio effettivo nominale era sceso

di quasi il 4 per cento rispetto alla fine del 1993. Fra dicembre e gennaio, la crisi messicana ha innescato ampi e disordinati movimenti nelle principali valute; nelle settimane successive, il dollaro ha perso fino al 10 per cento, seguito dalle valute “deboli” (sterlina inglese, dollaro canadese, corona svedese); il marco e lo yen hanno guadagnato rispettivamente il 5 e il 16 per cento. Il cambio della lira, anche in connessione con avvenimenti politici interni, ha subito in quella fase una flessione molto consistente: a metà marzo, la nostra valuta risultava, in termini effettivi, deprezzata di oltre il 15 per cento rispetto alla media di dicembre.

La successiva ripresa del dollaro è stata favorita, dall’ulteriore allentamento delle condizioni monetarie in Germania e in Giappone e, nell’estate, da massicci e coordinati interventi da parte delle principali banche centrali. La lira si è rafforzata, beneficiando anche delle indicazioni positive emerse, a luglio, sul fronte dell’inflazione; a metà settembre la perdita di valore della nostra moneta, misurata sempre in termini effettivi rispetto a dicembre, si era ridotta a meno di 3 punti percentuali. Le turbolenze degli ultimi giorni, nel corso delle quali il dollaro si è nuovamente deprezzato, hanno eroso parte di questo miglioramento.

6. La restrizione monetaria, molto intensa nei mesi primaverili, ha accentuato la contrazione dei depositi bancari, in atto già dalla metà del 1994; vi ha contribuito anche la tendenza delle banche a contenere la remunerazione dei depositi. Modifiche di entità rilevante, in parte stimolate da questi fattori, sono avvenute nella composizione degli attivi finanziari del pubblico; l’interpretazione degli aggregati monetari è divenuta più complessa.

All'interno della raccolta bancaria è cresciuta la componente oltre il breve termine, esente da obbligo di riserva, a scapito dei conti correnti e soprattutto delle forme di raccolta con scadenza intermedia. Le operazioni pronti contro termine passive con la clientela, escluse dalla definizione di moneta, hanno mostrato quest'anno una forte espansione: al sottoscrittore esse offrono i vantaggi della diversificazione e ottime caratteristiche di liquidità e di rendimento; per le banche, esse costituiscono uno strumento di raccolta flessibile, non soggetto a riserva. Sulla base delle tendenze attuali, tali operazioni potrebbero, nel 1995, costituire quasi i tre quarti della variazione totale della raccolta bancaria. Il calo relativo dei tassi passivi bancari ha favorito anche l'aumento dell'investimento in BOT da parte del pubblico.

Nei primi otto mesi di quest'anno la crescita dell'aggregato monetario M2 è risultata pressoché nulla; nell'intero anno l'espansione potrebbe risultare compresa fra l'1 e il 2 per cento, contro un valore programmato del 5 per cento. Le attività finanziarie del pubblico potrebbero invece espandersi, nel 1995, a un ritmo compreso fra il 6 e il 7 per cento, alimentate soprattutto dalla domanda di strumenti a breve termine non inclusi nella moneta. Il rallentamento rispetto allo scorso anno -- in cui le attività finanziarie erano cresciute al 7 per cento -- è spiegato dalla flessione del fabbisogno statale. La dinamica delle attività finanziarie prevista per il 1995 è coerente con gli andamenti suddetti del credito assumendo un avanzo delle partite correnti di 30.000 miliardi e un fabbisogno del Tesoro in linea con le stime della Relazione Previsionale e Programmatica.

7. Nei primi mesi del 1995 il credito erogato dalle banche, rimasto stazionario per quasi tutto il 1994, è tornato a crescere. E' un segno positivo importante, sotto diversi punti di vista. L'accresciuta disponibilità delle imprese a indebitarsi, pur in presenza di un elevato autofinanziamento, conferma il consolidarsi della ripresa e la sua capacità di attivare la domanda di investimenti. Dal lato delle banche, l'espansione degli impieghi suggerisce che l'estrema cautela nella concessione degli affidamenti, indotta nel biennio precedente dall'aumento dei rischi bancari, stia lasciando il posto a una maggiore fiducia, giustificata dall'andamento di fondo dell'economia. A condizione che non si allentino i criteri di selezione del merito di credito, una maggiore disponibilità delle banche a concederlo concorrerà a migliorare la qualità media degli attivi, deterioratasi nell'ultimo biennio. Le proiezioni elaborate dalla Banca indicano che gli impieghi bancari totali, a breve e a lungo termine, potrebbero crescere nel 1995 intorno al 5 per cento, dopo l'1 per cento del 1994. I finanziamenti totali al settore non statale, bancari e obbligazionari, crescerebbero a un ritmo di poco inferiore.

8. Sugli orientamenti della politica di bilancio ho riferito il 15 giugno nell'audizione parlamentare sul Documento di Programmazione Economica e Finanziaria; i dati della Relazione Previsionale e Programmatica non mutano il giudizio allora espresso. I risultati aggregati che si profilano per il 1995 -- flessione del rapporto disavanzo/PIL di due punti, al 7,5 per cento circa; aumento dell'avanzo primario, dall'1,1 al 3,4 per cento del PIL; riduzione del rapporto debito/PIL, seppure modesta -- segnano una svolta importante, non solo nell'andamento tendenziale di questi due importanti parametri, ma anche perché contrariamente al

passato i progressi di quest'anno dovrebbero, secondo le stime che stiamo esaminando, superare gli obiettivi programmatici. Questo risultato è reso possibile dagli interventi strutturali messi in atto a partire dal 1992 e dall'incisiva manovra correttiva varata da questo Governo nella scorsa primavera.

L'azione di risanamento deve proseguire. Nel 1996, il rapporto disavanzo/PIL dovrà scendere al 6 per cento, per poi flettersi ulteriormente verso il 3 per cento, valore di riferimento concordato in sede europea. La fase di espansione produttiva consente, e sollecita, ulteriori progressi nell'azione di bilancio, che risulterebbero più costosi se rimandati a un momento successivo. Gli operatori di mercato guardano ai nostri sforzi di risanamento, e in particolare all'andamento del disavanzo e del debito pubblici rapportati al PIL, con grande attenzione, al fine di valutare l'opportunità di investire nel nostro paese e nella nostra valuta. Se perseguiti con coerenza, tali sforzi non potranno non portare a una riduzione dei "premi per il rischio" attualmente richiesti dal mercato sulle emissioni del Tesoro, realizzando un circolo virtuoso di risanamento.

9. Nel quadro programmatico del Governo, il PIL continuerebbe a espandersi nel 1996 a un ritmo del 3 per cento. L'aumento dell'occupazione, dello 0,6 per cento, si tradurrebbe in una flessione del tasso di disoccupazione dall'11,2 al 10,7 per cento. L'avanzo corrente con l'estero sarebbe pari al 2 per cento del PIL. L'inflazione scenderebbe al 3,5 per cento, nell'ipotesi di un aumento delle retribuzioni unitarie nel settore privato non superiore al 5 per cento.

La politica monetaria continuerà a mirare alla realizzazione dell'obiettivo antinflazionistico. Nell'ipotesi che si esauriscano i mutamenti nella composizione dei portafogli privati verificatisi nell'anno in corso, la crescita dell'aggregato monetario M2 coerente con il quadro programmatico delineato può essere stimata attorno al 5 per cento. Il credito al settore non statale e le attività finanziarie complessive crescerebbero circa al 6 per cento. La possibilità che i fenomeni di ricomposizione persistano induce tuttavia a particolare cautela nel formulare sentieri-obiettivo per gli aggregati monetari; l'azione monetaria dovrà fondarsi, più che in passato, su un insieme di indicatori capaci di esprimere direttamente la presenza di tensioni inflazionistiche.