

POLITICA MONETARIA

1.1) CONSIDERAZIONI GENERALI

Nel 1996 il grado di restrizione della politica monetaria in Italia è rimasto elevato. Questa rigorosa impostazione ha consentito alla Banca d'Italia di piegare le aspettative inflazionistiche e, nel contempo, di ottenere una significativa riduzione del tasso d'inflazione effettiva. Il migliorato clima delle aspettative di un'ulteriore decelerazione dei prezzi ha determinato una diminuzione dei tassi a lungo termine. In questo processo di discesa dei tassi di interesse si possono distinguere quattro fasi. Fino ad aprile (prima fase) i tassi di mercato monetario sono rimasti sostanzialmente stabili. A ciò ha contribuito in primo luogo l'incertezza prevalente sui mercati finanziari internazionali. Nella prima parte del 1996, infatti, si è interrotta la tendenza alla diminuzione dei tassi a lungo termine americani e corrispondentemente di quelli tedeschi. Tra maggio e giugno (seconda fase) i tassi a lungo termine italiani hanno registrato una significativa riduzione da ricollegare sia ai positivi andamenti sulla dinamica dell'inflazione sia a fattori politici (tav.1). Alla riduzione dei tassi a lungo termine si è accompagnata una notevole diminuzione dei tassi di mercato monetario. Nell'estate (terza fase)

i tassi di interesse si sono mantenuti stabili, in linea con gli andamenti internazionali. Il processo di diminuzione dei tassi si è riavviato a settembre ed ha assunto una intensità particolarmente pronunciata nell'ultimo periodo dell'anno (quarta fase) via via che si è delineata con chiarezza l'impostazione rigorosa della manovra finanziaria ed ha assunto crescente concretezza l'ingresso dell'Italia nell'UME già al suo avvio.

Tav. 1

Andamento tassi di mercato monetario e finanziario

	Italia		GB		Germania		USA		Giappone		Francia	
	l	b	l	b	l	b	l	b	l	b	l	b
1995												
sett.	11,25	10,82	7,96	6,72	6,67	4,15	6,20	5,28	3,03	0,61	7,20	5,96
ott.	11,48	11,13	8,11	6,74	6,63	4,05	6,04	5,28	2,95	0,56	7,37	6,87
nov.	11,21	10,76	7,79	6,65	6,34	3,96	5,93	5,36	3,05	0,59	6,91	5,89
dic.	10,83	10,56	7,50	6,49	6,08	3,89	5,71	5,14	2,98	0,53	6,66	5,56
1996												
gen.	10,04	9,80	7,45	6,37	5,87	3,56	5,65	5,00	2,97	0,58	6,44	4,70
feb.	9,97	9,90	7,78	6,17	6,31	3,30	5,81	4,83	3,08	0,65	6,59	4,41
mar	10,09	9,86	8,07	6,06	6,51	3,30	6,27	4,96	3,20	0,67	6,64	4,27
apr.	9,82	9,29	8,07	6,01	6,41	3,27	6,51	4,95	3,25	0,66	6,50	4,00
mag.	9,12	8,96	8,10	6,03	6,45	3,25	6,74	5,02	3,30	0,65	6,46	3,90
giu.	8,94	8,38	8,06	5,85	6,57	3,34	6,91	5,09	3,22	0,60	6,55	3,97
lug.	8,82	8,60	7,93	5,74	6,54	3,34	6,87	5,15	3,31	0,72	6,44	3,84
ago.	8,92	8,70	7,85	5,75	6,35	3,27	6,64	5,05	3,16	0,67	6,34	3,96
sett.	8,62	8,10	7,83	5,78	6,24	3,10	6,83	5,09	2,90	0,57	6,23	3,75
ott.	7,78	7,68	7,56	5,94	5,99	3,10	6,53	4,99	2,73	0,54	5,97	3,51
nov.	7,15	7,11	7,61	6,31	5,89	3,17	6,20	5,03	2,59	0,55	5,83	3,47
dic.	6,95	6,95	7,56	6,36	5,82	3,21	6,30	4,91	2,43	0,55	5,74	3,44

Legenda:

l = interessi a lungo termine

b = interessi a breve termine

Fonte: Banca d'Italia

L'atteggiamento molto prudente tenuto dalla Banca d'Italia nella gestione dei tassi di politica monetaria (tasso sulle operatività pronti contro termine e TUS) ha consentito una diminuzione più contenuta dei rendimenti a breve rispetto a quelli a più lunga scadenza. Più in dettaglio due sono i criteri cui si è attenuta la Banca d'Italia per il conseguimento di tali risultati.

1) . orientare la politica monetaria al miglioramento delle aspettative di inflazione misurata da vari indicatori, tra cui il tasso di interesse sui BTP decennali.

2) operare diminuzioni del TUS solo in presenza di una diminuzione consolidata delle aspettative inflazionistiche.

Sotto questo profilo, infatti, la scelta delle autorità di prendere a riferimento il tasso a lungo termine nella gestione dei tassi di mercato monetario, riflette, in definitiva, l'attribuzione, a partire dal 1995, di una rilevante importanza, nella conduzione della politica monetaria, alle aspettative di inflazione. Questa linea di comportamento della Banca d'Italia risulta evidente quando si considera il contesto in cui sono state adottate le decisioni di variare il TUS negli ultimi anni.

Tav. 2

TASSI PREVISTI E TASSO DI SCONTO

Valori nel mese precedente la variazione TUS;

Valori nel mese successivo variazioni TUS.

Data variazione TUS	TUS	FU1	FU2	FU3	FU4	FU5	TUS	FU1	FU2	FU3	FU4	FU5
18 feb. 1994	8.00	8.22	7.65	7.25	7.01	-	7.50	8.33	8.06	7.81	7.69	-
12 mag. 1994	7.50	8.08	7.66	7.73	7.86	8.08	7.00	8.48	7.71	7.91	8.13	8.48
12 ago. 1994	7.00	8.76	9.08	9.45	9.92	10.23	7.50	9.37	10.36	10.89	11.27	11.52
22 feb. 1995	7.50	9.28	9.96	10.38	10.69	10.89	8.25	10.25	11.25	11.40	11.52	11.62
26 mag. 1995	8.25	10.48	10.63	10.71	10.77	10.81	9.00	10.75	10.89	10.87	10.85	10.84
23 lug. 1996	9.00	8.19	7.79	7.67	7.72	7.87	8.25	8.50	8.04	7.82	7.79	7.86
23 ott. 1996	8.25	7.70	7.18	6.92	6.84	6.87	7.50	7.36	6.81	6.54	6.48	6.53

Legenda: TUS= Tasso ufficiale di sconto

FU1...FU5= Struttura dei tassi futures sull'euro lira a diverse scadenze.

In particolare,

■ la decisione di ridurre il TUS adottata nel maggio 1994 avvenne in un contesto di aspettative inflazionistiche stabili;

■ dopo gli aumenti del TUS intervenuti tra agosto 1994 e maggio 1995 le aspettative di inflazione che avevano registrato un netto aumento, si stabilizzarono.

I ritocchi verso il basso del TUS decisi nel 1996 (con decorrenza 24 luglio e 24 ottobre) sono avvenuti in un contesto di attese inflazionistiche decrescenti. Questa caratteristica delle aspettative non è cambiata nei mesi successivi alle riduzioni del TUS. Nel periodo in questione, i tassi del mercato monetario si sono portati dalla parte superiore a quella inferiore del "corridoio", formato dai tassi di sconto e sulle anticipazioni a scadenza fissa. Ciò è una manifestazione del carattere progressivamente meno restrittivo assunto dalla politica monetaria in questo periodo.

Tra dicembre 1995 e dicembre 1996 il TUS, infatti è diminuito di 1,5 punti percentuali (da 9,00 a 7,50), nello stesso arco temporale il tasso overnight si è ridotto di 2,5 punti percentuali e il tasso interbancario a tre mesi di 3,2 punti percentuali.

Il miglioramento della situazione economica italiana nel corso del 1996 ha influito positivamente sul cambio della lira che si è apprezzata in termini effettivi del 10% tra l'inizio e la fine dell'anno. Tale progressivo recupero della lira, unitamente al miglioramento del quadro inflazionistico ed alla riduzione dei rendimenti a lungo termine sono stati gli elementi trainanti per il rientro della lira negli Accordi europei di cambio (AEC) avvenuto

nel novembre scorso. Il nuovo regime di cambio, coerente con gli obbiettivi di inflazione non ha implicato modifiche nell'indirizzo e nelle modalità di conduzione della politica monetaria italiana.

IL BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA

2.1) STATO PATRIMONIALE 1996

Rispetto all'esercizio precedente i criteri di valutazione di bilancio dell'Istituto sono rimasti invariati.

2.1.1) ATTIVO

L'oro di proprietà risulta iscritto in bilancio per un ammontare di 27.829 miliardi con un decremento di 1.371 miliardi rispetto all'anno precedente.

Tale variazione è dovuta esclusivamente alla valutazione del metallo al 31 dicembre 1996 - effettuata in attuazione a quanto stabilito dalle norme in vigore (D.L.30 dicembre 1976 n.867, convertito nella legge 23 febbraio 1977, n. 42, nonché D.M. 31 dicembre 1976, modificato dal D.M. 23 marzo 1979) - di L. 18.501,3 per grammo di oro fino, contro L. 19.413,3 al 31 dicembre 1995;

tale quotazione è quella adottata nell'ultima operazione swap effettuata l'11 ottobre 1996 con l'Istituto Monetario Europeo.

I **crediti in oro** nei confronti dell'IME, valutati allo stesso prezzo, ammontano a 9.591 miliardi (10.064 nel 1995) con una flessione di 473 miliardi.

La minusvalenza delle due poste relative all'oro, pari a 1.844 miliardi determina il decremento, per pari importo, dell'apposito fondo di riserva per adeguamento valutazione oro (D.L. 30.12.76, n. 867 e art. 104 comma 1°, lett. B. TUIR).

La voce **cassa**, costituita da monete e biglietti di Stato, ammonta a 9 miliardi

Nel 1996 la voce **risconti e anticipazioni** registra un decremento complessivo di 6.287 miliardi (da 7.465 a 1.178 miliardi). Tale andamento è da ricondurre sia alla flessione per 1.625 miliardi delle anticipazioni in conto corrente (da 2.569 a 944 miliardi), sia dall'assenza di anticipazioni a scadenza fissa (pari a 4.682 miliardi a fine 1995); il risconto di portafoglio registra, invece, un contenuto incremento di 20 miliardi (da 214 a 234 miliardi).

Le **attività verso l'estero in valuta** passano da 21.689 a 31.415 miliardi, con un incremento di 9.726 miliardi rispetto all'anno precedente.

In particolare, la voce **ECU** registra un incremento di 6.777 miliardi (da 9.600 a 16.377 miliardi), derivanti dall'aumento delle disponibilità di ECU per 3.990 milioni di unità, parzialmente

compensato dalla flessione del tasso di cambio (da 2.078,92 a 1.902,69 lire per ECU). Al predetto aumento della quantità concorrono per 3.293 milioni di unità i riacquisti avvenuti nel corso del primo semestre del 1996 che hanno consentito la completa ricomposizione delle riserve in ECU e la conseguente estinzione della passività connessa con gli utilizzi effettuati nel 1992.

L'incremento delle altre attività per 2.949 miliardi (da 12.089 a 15.038 miliardi) è dovuto soprattutto alle maggiori consistenze di marchi tedeschi (da 5.298 a 11.643 milioni DM), solo parzialmente compensate dalla riduzione della quantità di altre valute in particolare dei dollari USA da 3.032 a 2.273 milioni di USD e degli ECU da 676 a 47 milioni di unità e dalla generalizzata flessione dei tassi di cambio (da lire 1.105,49 a lire 982,71 per il marco, da lire 1.584,72 a lire 1.530,57 per il dollaro e da lire 2.030,50 a lire 1.896,38 per l'ECU)

I **crediti in dollari** nei confronti dell'Istituto Monetario Europeo presentano un aumento di 503 miliardi (da 6.378 a 6.881 miliardi) in dipendenza della maggiore quantità di dollari USA ceduti all'IME nell'operazione swap del mese di ottobre (4,5 miliardi di USD rispetto ai 4,1 dell'analoga cessione del 1995), parzialmente compensata dalla flessione del tasso di cambio. La variazione netta dei crediti in oro e di quelli in dollari corrisponde all'incremento della voce del passivo **debiti in ECU** (30 miliardi).

Per quanto riguarda l' **Ufficio Italiano dei Cambi** la consistenza passa da 34.025 a 39.082 miliardi con un incremento di 5.057 miliardi. Detto incremento è dovuto al conto corrente ordinario che nel 1996 è aumentato di 5.586 miliardi (da 26.233 a 31.819 miliardi) parzialmente compensata dalla riduzione di 529

miliardi dei conti speciali (da 7.792 a 7.263 miliardi); di pari importo diminuisce la voce del passivo **conti dell'Estero in lire per conto dell'U.I.C.** che accoglie i conti in lire attestati al Fondo Monetario Internazionale.

I **crediti diversi verso lo Stato**, che non presentavano saldo alla fine del 1995 sono di lire 115 milioni.

La voce **crediti per operazioni di pronti contro termine in titoli** si ragguaglia a 48.823 miliardi contro i 37.042 miliardi del 1995 con un aumento di 11.781 miliardi rispetto al dato del 1995.

I **titoli di proprietà** ammontano a 167.125 miliardi e diminuiscono di 27.888 miliardi rispetto ai 195.013 del 1995.

In particolare, i **titoli di Stato o garantiti dallo Stato in libera disponibilità** si riducono di 28.117 miliardi (da 183.564 a 155.447 miliardi), mentre i titoli per investimento delle riserve statutarie e degli accantonamenti a garanzia del trattamento di quiescenza del personale aumentano di 229 miliardi (da 11.449 a 11.678 miliardi).

La voce **partecipazione all'IME** ammonta a 186 miliardi pari a 98 milioni in ECU valutati al cambio di fine anno, corrispondenti al 15,85 per cento del capitale dell'IME.

Le **immobilizzazioni immateriali** (in ammortamento) si ragguagliano a 74 miliardi (113 miliardi nel 1995) e comprendono procedure, studi e progettazioni completati per 61 miliardi e altri oneri pluriennali per 13 miliardi.

Le immobilizzazioni materiali, al netto dei previsti fondi ammortamento (pari a 1.595 miliardi), ammontano complessivamente a 3.609 miliardi, rispetto ai 3.364 del 1995 e comprendono:

- immobili ad uso degli uffici per 3.973 miliardi, con un aumento di 308 miliardi rispetto al 1995 determinato da spese incrementative per 155 miliardi e dall'acquisto di un nuovo immobile a Roma per 153 miliardi. Il relativo fondo di ammortamento è pari a 1.089 miliardi;
- immobili ad investimento degli accantonamenti a garanzia del trattamento di quiescenza del personale per 647 miliardi, con un incremento di 20 miliardi. Il relativo fondo di ammortamento si ragguaglia a 29 miliardi;
- mobili per 179 miliardi e impianti per 403 miliardi, con incrementi rispettivamente pari a 10 e 37 miliardi. I relativi fondi di ammortamento ammontano a 161 e 316 miliardi;
- monete e collezioni per 2 miliardi.

Le rimanenze dei servizi tecnici si attestano a 72 miliardi (54 miliardi nel 1995), con un aumento di 18 miliardi rispetto al 1995 e comprendono, in particolare, procedure, studi e progettazioni in allestimento per 54 miliardi e biglietti di banca in fabbricazione per 9 miliardi ed altre rimanenze per 9 miliardi.

Le partite varie fanno registrare una riduzione di 725 miliardi (da 9.238 a 8.513 miliardi); in particolare diminuiscono le ritenute d'acconto su dividendi e proventi diversi (da 2.226 a 1.826

miliardi), i crediti di imposta e relativi interessi maturati (da 3.766 a 3.607 miliardi) ed infine gli acconti corrisposti ai fornitori (da 246 a 91 miliardi). Restano invariate le poste rivenienti dalle cessate gestioni ammassi obbligatori (2.894 miliardi).

I **ratei attivi** si riducono di 575 miliardi (da 4.137 a 3.562 miliardi) ed i **risconti attivi** di 1 miliardo (da 13 a 12 miliardi).

2.1.2) **PASSIVO**

La **circolazione dei biglietti di Banca** registra un aumento di 2.857 miliardi (da 103.249 a 106.106 miliardi) pari al 2,8 per cento (3,2 per cento nel 1995).

L'importo dei **vaglia cambiari** alla fine dell'esercizio ha comportato una riduzione di 339 miliardi della corrispondente voce, passata da 1.994 a 1.655 miliardi.

Nei **depositi di riserva in conto corrente** i depositi delle banche ai fini della riserva obbligatoria fanno registrare un modesto aumento (600 miliardi), passando da 71.972 a 72.572 miliardi. L'importo medio "dovuto" invece diminuisce di 13.402 miliardi (16,2%) attestandosi per il 1996 a 69.407 miliardi rispetto agli 82.809 dell'anno precedente. I depositi di altri enti si riducono di 67 miliardi (da 92 a 25 miliardi). Gli **altri depositi costituiti per obblighi di legge** restano sostanzialmente invariati (da 28 a 27

miliardi), mentre registrano un incremento di 109 miliardi (da 86 a 195 miliardi) gli **altri depositi in conto corrente**.

Le **passività verso l'estero** diminuiscono di 2.013 miliardi (da 2.357 a 344 miliardi) per effetto, soprattutto, dell'estinzione del finanziamento concesso nel 1995 dalla Banca dei regolamenti internazionali di 2.088 miliardi.

I **depositi in valuta estera e i conti dell'estero in lire** si ragguagliano, rispettivamente, a 105 miliardi e a 239 miliardi.

La voce **disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria** passa da 63.122 a 54.751 miliardi, con una flessione di 8.371 miliardi; in diminuzione anche il valore medio pari a 43.259 miliardi (49.837 miliardi nel 1995).

Il **fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato** si riduce da 9.012 a 13 miliardi. Durante l'anno sono affluiti al fondo 6.249 miliardi di proventi derivanti da privatizzazioni e 1.096 miliardi di interessi corrisposti dalla Banca; gli utilizzi hanno riguardato riacquisti e rimborsi di titoli pubblici per complessivi 13.344 miliardi, nonché il pagamento all'IRI di 3.000 miliardi per l'acquisto da parte del Tesoro della quota di partecipazione STET.

I **debiti diversi verso lo Stato**, pari a 1.047 miliardi, risultano diminuiti di 202 miliardi rispetto all'esercizio precedente.

Le principali poste sono rappresentate dall'importo residuo non ancora versato relativo agli oneri finanziari maturati a credito del Tesoro nel 1996 e versato a marzo 1997 (287 miliardi contro 421 miliardi dell'anno precedente), dagli interessi sul fondo per