

RELAZIONE
SULL'ANDAMENTO DELL'ISTITUTO DI EMISSIONE
E SULLA CIRCOLAZIONE BANCARIA E DI STATO
(Anno 1995)

POLITICA MONETARIA

1.1) CONSIDERAZIONI GENERALI

Nel 1995 la politica monetaria ha accentuato l'orientamento restrittivo, mirante a moderare le aspettative d'inflazione ed a invertire la tendenza all'accelerazione dei prezzi al consumo.

La Banca d'Italia ha aumentato i tassi ufficiali in febbraio ed alla fine di maggio; il tasso di sconto è salito complessivamente dal 7,5% al 9%; quello sulle anticipazioni a scadenza fissa dall' 8,5% al 10,5%. Il cambio della lira ed i costi dei titoli di Stato, dopo aver subito un marcato indebolimento nel primo quadrimestre dell'anno, hanno recuperato nei mesi successivi. Il differenziale di rendimento tra il BTP decennale e l'analogo titolo tedesco si è ridotto da 5,7 a 4,9 punti percentuali (aveva raggiunto un massimo di 6,5 il 17 marzo 1995), mentre il cambio effettivo della lira si è apprezzato del 6,2%. Al miglioramento hanno contribuito l'attenuarsi della tensione nei mercati finanziari internazionali, la svolta in senso espansivo delle politiche

monetarie in Europa e, all'interno, i primi segnali di rientro dell'inflazione.

Nel secondo semestre del 1995, la Banca d'Italia ha mantenuto un atteggiamento anti-inflazionistico nella gestione dei tassi di interesse a breve termine. Ciò ha determinato, all'inizio del 1996, una repentina inversione della curva dei rendimenti per scadenza sul mercato interbancario, con i tassi a brevissimo termine che si collocavano, dapprima entro i limiti della fascia compresa tra i tassi ufficiali e, in seguito, quando il valore del cambio sul marco mostrava chiari segni di rafforzamento, intorno al 10%; mentre i tassi sulle scadenze più lunghe si collocavano mezzo punto percentuale al di sotto del tasso overnight (tab. A.).

Guardando, infatti, ai differenziali di interesse con la Germania mentre nel segmento a breve termine il differenziale è rimasto stabilmente intorno al 6,5% a partire dal primo rialzo del tasso di sconto nel 1995; il differenziale dei titoli decennali è andato via via riducendosi, passando dal 6% del periodo maggio-giugno 1995, al 4% di inizio febbraio 1996 (tab. B).

TABELLA A - TASSO SUL MERCATO INTERBANCARIO

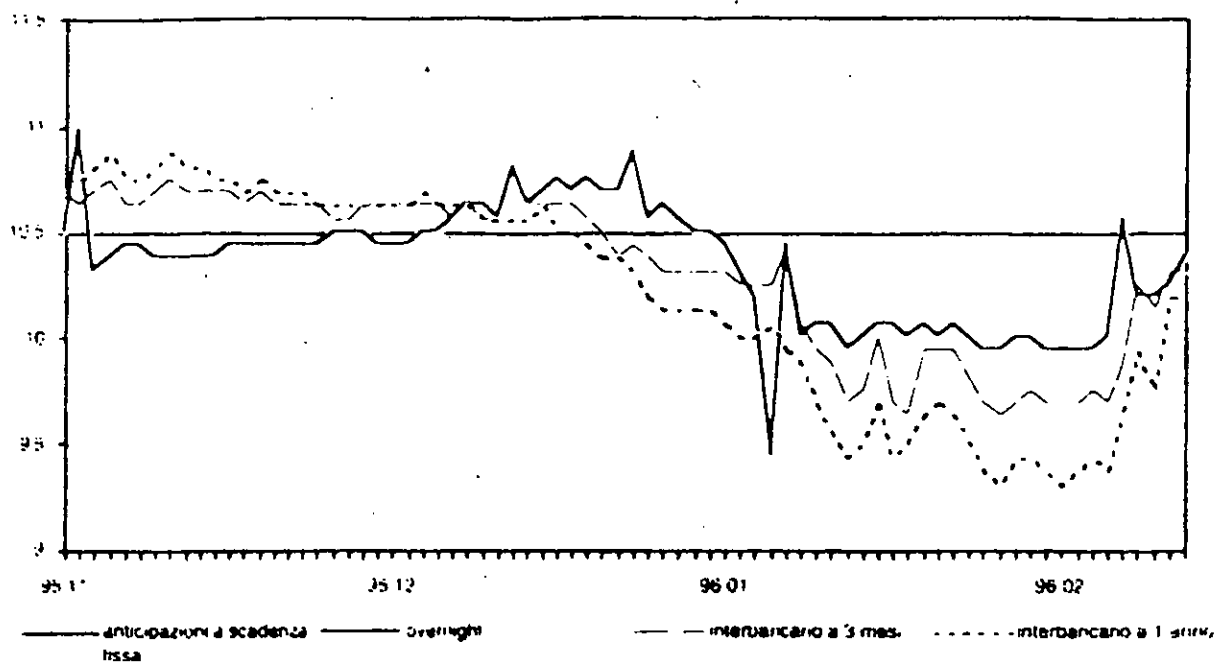
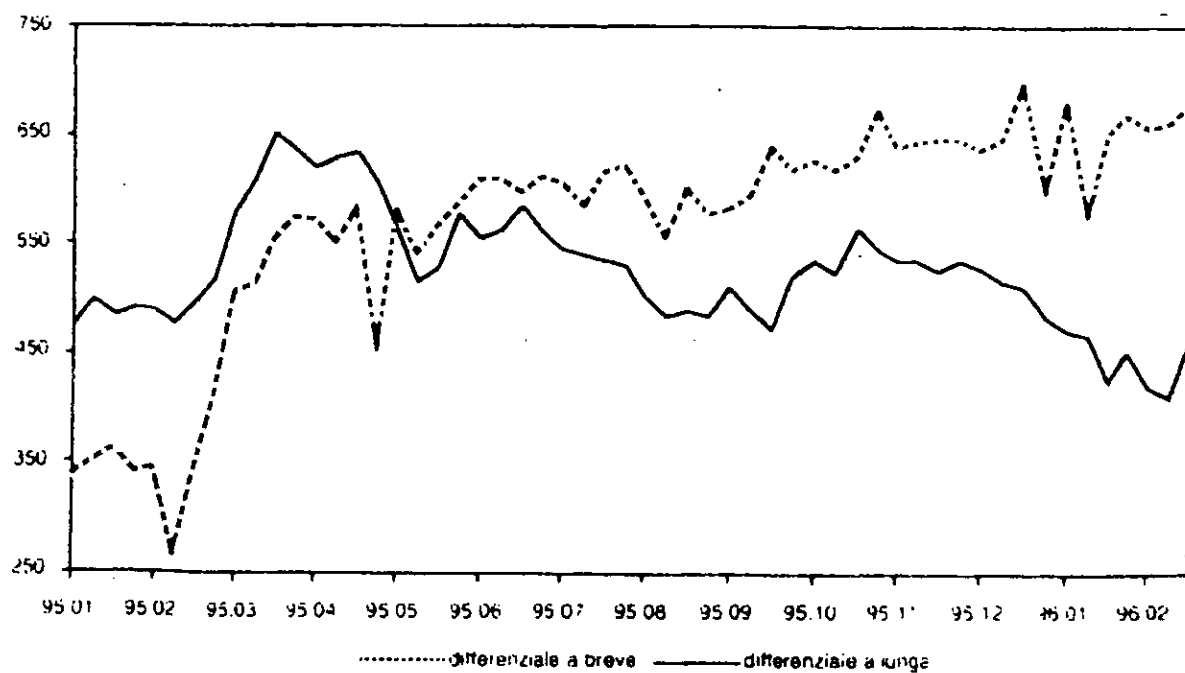


TABELLA B - DIFFERENZIALI DI TASSO DI INTERESSE: ITALIA-GERMANIA



In definitiva, la Banca d'Italia sembra voler piegare le aspettative di inflazione e quindi i rendimenti a lungo termine, tramite una politica di gestione dei tassi a breve termine volta in primo luogo a contrastare tensioni, presenti e future sul livello dei prezzi. Non sorprende, quindi, che l'Istituto di emissione sia orientato a non ridurre i tassi ufficiali sino a quando l'inflazione mostrerà chiari segni di rallentamento con una decisa tendenza ad un livello inferiore al 4%.

Le ragioni che inducono la Banca d'Italia a mantenere un tale atteggiamento sono individuabili in due punti.

Il primo fa riferimento alla stretta relazione esistente fra differenziale dei tassi di interesse a breve termine e differenziale di inflazione tra Italia e Germania (tab. C), che ha raggiunto nella parte finale del 1995 i suoi valori massimi degli ultimi anni.

E' evidente che solo in presenza di un processo di diminuzione del differenziale di inflazione potrà far seguito una riduzione dei tassi ufficiali italiani.

Per quanto riguarda il secondo punto, poi, nonostante che il controllo degli aggregati monetari, M2 in particolare, non rappresenti più l'obiettivo principale della politica monetaria, le sue dinamiche restano un utile indicatore per la gestione dei tassi di interesse. Come si evidenzia dalla TAB. D, il forte rialzo che si era venuto a creare nel rapporto tra moneta e PIL nel 1993 è stato riassorbito nel secondo

semestre del 1995. Se tuttavia, nell'aggregato M2 si includono i pronti - contro termine delle banche con la clientela, il rapporto con il PIL risulta ancora più elevato; quindi, anche considerando le variazioni congiunturali degli ultimi mesi, si può affermare che il livello di liquidità dell'economia italiana non è così basso come la dinamica di M2, nell'ultimo anno, lascerebbe supporre.

TABELLA C - DIFFERENZIALI ITALIA-GERMANIA

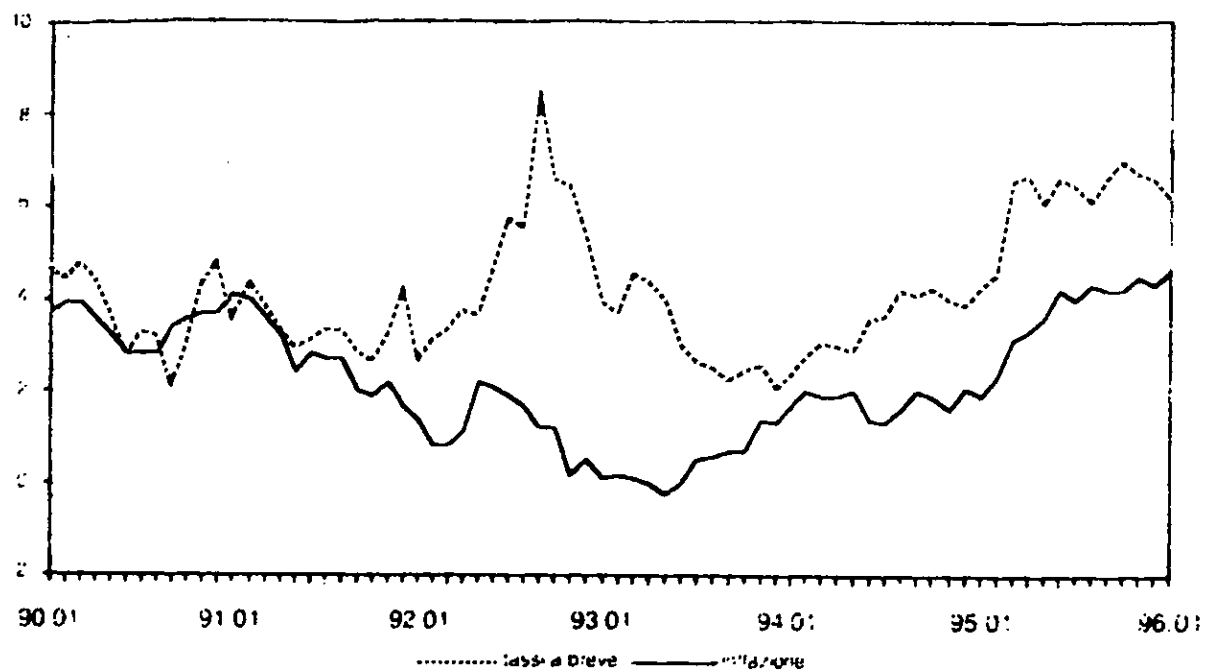
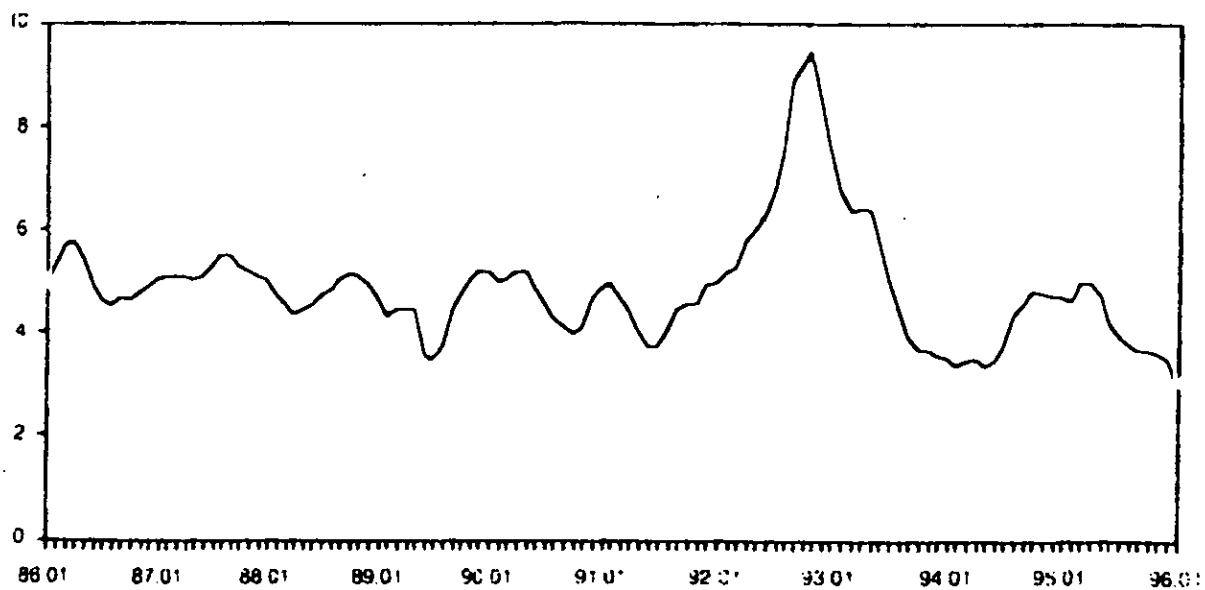


TABELLA D - TASSI REALI BOT



1.2) AGGREGATI MONETARI

Nel 1995, il tasso di crescita della base monetaria, corretta per le variazioni del coefficiente medio di riserva obbligatoria, è risultato pari all' 1,2%, meno della metà del basso valore già registrato l'anno prima. In presenza di una creazione di base monetaria dell'estero praticamente nulla, il forte utilizzo di fondi del conto disponibile del Tesoro, negli ultimi mesi del 1995, è stato confermato da una drastica diminuzione dell'indebitamento temporaneo in titoli delle banche con la Banca d'Italia: per due volte l'Istituto di emissione è ricorso a operazioni di vendita di titoli per drenare liquidità dal sistema, operazioni che non effettuava più dal febbraio 1987.

La crescita della base monetaria è probabilmente inferiore agli obiettivi della Banca d'Italia a causa di una forte ricomposizione delle passività bancarie verso strumenti esenti dall'obbligo di riserva (CD con scadenza superiore ai 18 mesi e pronti - contro - termine con la clientela).

Parimenti contenuta è risultata la crescita della moneta M2 (1,9% come nel 1994); la crescita è risultata inferiore di oltre il 3% al valore di riferimento del 5% indicato nell'ottobre del 1994.

La moderata dinamica dell'aggregato è dovuta soprattutto alle componenti più liquide (depositi in conto corrente e circolante).

L'aggregato più ristretto, M1, è cresciuto di appena lo 0,5% (3,6% nel 1994); il rapporto tra M1 e PIL si è ridotto di altro 2%.

Più elevata è stata, invece, la dinamica delle attività liquide non comprese in M2 (6,6% contro il 2,2% del 1994) e dei titoli di Stato a lungo termine ed a tasso fisso.

IL BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA

2.1) STATO PATRIMONIALE 1995

Rispetto all'esercizio precedente i criteri di valutazione di bilancio dell'Istituto sono rimasti invariati fatta eccezione per il portafoglio titoli.

In particolare, i titoli non immobilizzati, ai fini del calcolo del risultato economico, sono stati valorizzati con il metodo del "costo medio ponderato" anziché con quello del "LIFO a scatti annuale"; inoltre, per i titoli obbligazionari immobilizzati, si è provveduto alla rilevazione degli scarti di negoziazione.

I ratei sugli scarti di emissione, al netto della ritenuta fiscale, sono stati capitalizzati a fine anno.

Conseguentemente, al fine di conoscere un raffronto omogeneo tra i due esercizi, i dati della situazione patrimoniale del 1994 relativi alle voci Titoli di proprietà, Ratei attivi e Partite varie del passivo sono stati riclassificati in base ai nuovi criteri adottati nel 1995.

2.2) ATTIVO

L'oro di proprietà risulta iscritto in bilancio per un ammontare di 29.200,4 miliardi con un decremento di 784,3 miliardi rispetto all'anno precedente.

Tale variazione è dovuta esclusivamente alla valutazione del metallo al 31 dicembre 1995 - 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. 19.413,3 per grammo di oro fino, contro L. 19.934,7 al 31 dicembre 1994; tale quotazione è quella adottata nell'ultima operazione swap effettuata nell'anno con l'Istituto Monetario Europeo.

I crediti in oro nei confronti dell'IME, valutati allo stesso prezzo, ammontano a 10.064,3 miliardi (10.334,6 nel 1994) con una flessione di 270,3 miliardi.