

Osservazioni sul costo del denaro

FRANCESCO PARRILLO

1. — In questi ultimi mesi, si sono registrati alcuni risultati incoraggianti nella lotta all'inflazione; il tasso tendenziale di aumento del costo della vita è sceso, infatti, al di sotto del 16% programmato.

Resta grave, tuttavia, la situazione della finanza pubblica con un disavanzo che, per il 1982, in assenza di interventi di contenimento, dovrebbe superare il tetto dei 50 mila miliardi giungendo a 65-70 mila miliardi e quella dei conti con l'estero: saldo della bilancia dei pagamenti: —3.400 miliardi nel primo trimestre 1982 e saldo commerciale —4.500 miliardi in gennaio-febbraio 1982.

Cause contingenti piuttosto che strutturali, dovute al favorevole intreccio di condizioni esogene più che ad un ritrovato equilibrio tra grandezze reali e monetarie hanno fatto sflettere il ritmo di crescita dei prezzi. Ed, in effetti, i nodi tipici che avvincano l'economia del nostro Paese non sono stati sciolti; in primo luogo quelli relativi al disavanzo ed alla composizione della spesa del settore pubblico, al costo del lavoro ed alla sua dinamica.

In questo quadro interno ancora incerto ed in presenza di un contesto internazionale caratterizzato da politiche monetarie restrittive e, quindi, da alti tassi di interesse, l'Associazione bancaria italiana, con le decisioni in tema di saggi dell'inizio di marzo, ha voluto dare un segnale di buona volontà, di sensibilità e di comprensione delle difficoltà che le imprese italiane stanno attraversando. Ciò nella convinzione che il costo del denaro è uno degli elementi che incidono sul costo della produzione e che un superamento dell'attuale fase di basso profilo dell'attività industriale richiede l'avvio di più generali manovre di politica economica.

L'ABI ha legato la propria decisione ad una serie di sintomi che, seppur deboli, sono stati ritenuti significativi. Si è valutato positivamente il lieve calo nei rendimenti dei BOT a tre mesi e di quello a sei mesi. Sono indicazioni della volontà del Tesoro di allungare le scadenze e piegare la curva dei rendimenti, in coerenza

con la cauta riduzione dei saggi praticati dalla Banca Centrale sulle operazioni di « pronti contro termine ».

Il successo delle emissioni di titoli a più lunga vita rispetto ai BOT aveva dimostrato, invero, come le attese dei risparmiatori circa la dinamica dei prezzi stavano mutando, cosicché si poteva ritenere che la correzione dei tassi corrispondesse alle aspettative del mercato. Altri significativi indizi di una graduale ed attenta manovra di aggiustamento dei saggi si coglievano nella modifica del vincolo di portafoglio portato dall'8 al 6,50% e nella eliminazione anticipata del deposito previo. È indubbio, tuttavia, che la riduzione del costo del credito era correlata, soprattutto, alla discesa del rendimento dei BOT che, per la dimensione raggiunta dal volume complessivo dei titoli in circolazione: 121.112 miliardi al 30-4-1982, e le più frequenti variazioni, rappresenta un essenziale parametro di riferimento sul mercato.

Si aggiunga, poi, che, negli ultimi mesi, mentre il saggio sui BOT a più breve scadenza, come si è detto, aveva iniziato a decrescere, il tasso attivo normale sui prestiti: al 25,10% ha mostrato una maggiore stabilità, sicché il differenziale ha registrato una lieve tendenza all'aumento portandosi sui livelli del marzo 1981; la correzione dei tassi decisa dall'ABI aveva ristabilito il precedente equilibrio.

È da sottolineare che l'ABI aveva proceduto ad una riduzione della misura del prime rate in modo articolato, rivolgendo particolare attenzione alla proiezione internazionale della nostra economia, quindi al sostegno delle esportazioni. Ed invero, mentre sui crediti in bianco in c/c, sulle operazioni effettuate con particolari forme tecniche e sullo sconto di portafoglio la riduzione è stata dello 0,75%, il prime-rate applicabile ai finanziamenti a favore delle esportazioni è diminuito dell'1%.

2. — Nelle presenti condizioni economico-finanziarie, tuttavia, la Banca d'Italia, il 30 aprile scorso, ha inasprito le penalizzazioni previste per i debordi al massimale sugli impieghi portando il deposito infruttifero al 100% per gli sconfinamenti superiori al 6%; si è trattato, in pratica, di una sorta di aggravio della « multa » che le aziende di credito sono tenute a pagare per superare i livelli massimi di espansione consentita del credito. All'inasprimento del « massimale », che, per il 1982, era stato portato in gennaio all'11,60% del totale degli impieghi, contro il precedente 12,10%,

si aggiungono, pertanto, gli aumenti delle penali per gli sconfinamenti.

A questo punto l'ABI, in considerazione del fatto che le autorità proseguono rigidamente nel controllo degli aggregati monetari e creditizi, non ha ritenuto di poter introdurre modifiche nella struttura dei tassi di interesse. D'altra parte, lo stesso tasso dei BOT a tre mesi, nell'ultima asta di fine aprile, ha presentato una correzione verso l'alto; il rendimento è salito, infatti, al 20,73% rispetto al 19,47% dell'asta di fine marzo.

Il mercato dei Buoni ordinari del tesoro si espande a ritmo sostenuto: nel primo quadrimestre 1982 sono stati emessi 13.578 miliardi (emissioni nette) di cui 7.209 miliardi per coprire i costi per interessi, mentre i 6.369 miliardi rimanenti sono destinati ad altre esigenze di cassa del Tesoro.

A fine 1982, si prevede che la circolazione dei BOT dovrebbe toccare i 150.000 miliardi, con emissioni nette di 43.000-44 mila miliardi di cui 23.000 miliardi circa per la copertura degli oneri per interessi.

Dall'inizio di marzo, quando l'ABI aveva invitato le aziende di credito a procedere ad un contenuta riduzione del livello dei tassi attivi, il contesto economico-finanziario si è modificato.

Le banche, accogliendo il suggerimento, avevano rivisto, aggiustandoli verso il basso, il tasso attivo minimo ed il tasso attivo normale scesi il primo dello 0,29% ed il secondo dello 0,55% in due mesi. Tuttavia, l'aggravio delle penalizzazioni sugli sconfinamenti, l'aumento della domanda di prestiti in lire — sia per la sostituzione di quelli in valuta in considerazione dei rischi di una nuova, temuta svalutazione della lira, che per l'esigenza di ricostituire le scorte — la costante disintermediazione creditizia dovuta, prevalentemente, alla concorrenza nell'emissione di BOT a brevissima scadenza, frenarono il processo di lieve contenimento dei tassi attivi.

I saggi passivi appaiono, al contrario, sostanzialmente stabili: tasso massimo sui depositi al 18,90% e tasso normale al 13,50% a fine aprile.

La dinamica dei tassi passivi è, d'altra parte, rigida verso il basso per il persistere di un divario elevato rispetto al rendimento dei Buoni ordinari del tesoro: 9 punti circa tra tasso passivo normale al netto della ritenuta fiscale e rendimento dei BOT a tre mesi, depurato delle commissioni bancarie.

La contrazione della raccolta bancaria dissuade, inoltre, le aziende di credito dall'operare riduzioni dei tassi passivi: la flessione dei depositi si attesta, secondo alcune stime, a —8.500 miliardi (—3,1%) nel primo trimestre del 1982 contro —6.400 miliardi (—2,5%) nello stesso periodo dell'anno precedente.

3. — *In sintesi, i tassi d'interesse attivi non possono scendere, nelle attuali condizioni poiché, principalmente, i risultati ottenuti in materia di contenimento del tasso d'inflazione sono tuttora limitati, anche se rappresentano un risultato positivo.*

Essi sono dovuti, tuttavia, quasi esclusivamente a fattori esterni ed agli effetti delle misure di controllo in campo monetario e creditizio. Nessun significativo miglioramento si è ottenuto nella soluzione dei nodi strutturali dell'economia quali il disavanzo e l'indebitamento del settore pubblico, l'andamento della spesa pubblica e, in particolare, il costo del lavoro.

È indispensabile, quindi, un atteggiamento di estrema cautela per non compromettere i fragili risultati finora raggiunti, per non riattivare nuove insorgenze inflazionistiche, per non allentare le difese della lira.