

## **SVALUTAZIONE E INFLAZIONE NEL 1993: SPUNTI PER UN'ANALISI QUANTITATIVA DEL "NUOVO MODELLO DI TRASMISSIONE"**

di Giuliano Conti (\*), Antonella Massari (\*\*), Pietro Modiano (\*\*)

### **1. La svalutazione e i prezzi: il 1993 e il 1976**

*In questa breve nota cercheremo di fare qualche luce sul "paradosso economico" di questi mesi, ossia la combinazione di una ampia svalutazione della lira (25,3% di deprezzamento rispetto al marco e 25% rispetto al dollaro nei primi cinque mesi del '93 sullo stesso periodo del '92) e del più basso tasso di inflazione (4,2% nella media dei primi cinque mesi) degli ultimi vent'anni.*

*Quando nel settembre del 1992 la lira è stata per la prima volta svalutata dopo oltre quattro anni di stabilità, preoccupazioni di una battuta d'arresto del processo di riduzione dell'inflazione si sono diffuse fra tutti gli analisti economici. Le aspettative sulla crescita dei prezzi al consumo sono aumentate in misura significativa: il tasso di inflazione previsto "di consenso" per il 1993 era del 4,4% nel mese di agosto (1) ed è passato, dopo solo due mesi, al 5,9% (2), con punte del 6,9% per alcuni previsori. I timori inflazionistici erano probabilmente anche superiori a quelli espressi dai numeri, ma il fatto che l'inflazione continuasse comunque a tenersi bassa suggeriva una qualche moderazione nella previsione per i mesi successivi.*

*Man mano che i dati sulla dinamica dei prezzi venivano aggiornati e che il cambio della lira continuava ad indebolirsi si sono fatti largo i primi "sospetti" che qualche cosa fosse cambiato nel circuito di trasmissione degli impulsi inflazionistici dal cambio ai prezzi delle importazioni, ai prezzi alla produzione ed infine ai prezzi al consumo. Infatti contemporaneamente anche la crescita dei prezzi alla produzione, pur mostrando qualche accelerazione, si stava mantenendo e tuttora si mantiene particolarmente contenuta.*

*Come interpretare questa evoluzione? Era davvero lecito attendersi un impatto inflazionistico della svalutazione maggiore di quello oggi osservato e previsto? Se sì, che cosa è cambiato?*

*Il metodo che suggeriamo qui per comprendere cosa ci sia di peculiare in questa svalutazione e negli effetti che sta avendo sulla dinamica dei prezzi è quello "di buon senso" di confrontarla con una svalutazione di entità paragonabile, analizzandone somiglianze e diversità nelle determinanti sia interne che esterne. Il 1976 è nella memoria degli economisti un anno di svalutazione di entità paragonabile a quella attuale con conseguenze sui prezzi però totalmente diverse da quelle che si stanno ora verificando e che prevediamo prevarranno anche in prospettiva.*

*Per considerare le analogie e valutare le differenze nei due periodi si è utilizzato il modello econometrico dell'economia italiana. Un modello "di lungo periodo" che da diversi anni viene utilizzato all'Ufficio Studi del Credito Italiano, che si è dimostrato affidabile nell'interpretazione dei fenomeni reali nel periodo 70-92 e ha dato prova di buone capacità previsive, specialmente nelle equazioni di prezzo, che mostrano stabilità dei coefficienti nel periodo di previsione e assenza quindi di rotture strutturali, che impedirebbero i raffronti tra i due anni prescelti.*

(\*) Università di Ancona  
(\*\*) Credito Italiano

## **2. L'analisi econometrica e il riferimento all'esperienza del 1976**

*Nel modello i prezzi dei manufatti internazionali e i tassi di cambio marco-dollaro e lira-marco sono variabili esogene determinate da modelli esterni a quello dell'economia italiana. Le variabili endogene spiegate da equazioni simultanee che direttamente e indirettamente risentono di una variazione del tasso di cambio sono: i prezzi delle importazioni di beni intermedi, i prezzi alla produzione, i prezzi delle esportazioni e dei prezzi al consumo (3).*

*Ovviamente, la "qualità" dei dati relativi al 1976 è diversa da quella dei dati relativi al 1993, giacché questi ultimi sono frutto di previsione. La scelta di mettere a confronto il passato con una previsione può sembrare anomala, anche perché il confronto impone l'accettazione di punti di vista non necessariamente univoci che riguardano da un lato l'andamento delle principali esogene interne ed internazionali e dall'altro gli effetti di queste sui diversi prezzi in Italia, che dipendono dalla specificazione del modello interpretativo. L'interesse però di fornire da subito una interpretazione dei fenomeni che come abbiamo anticipato, sono apparsi a prima vista sorprendenti, ci è sembrato tale da controbilanciare i limiti precedentemente esposti. Questa analisi inoltre ci è parsa un contributo aggiuntivo al dibattito, già in corso (4), che passerà poi alla verifica dei fatti tra qualche mese.*

*I confronti tra i due anni sono stati effettuati attraverso la scomposizione della variazione dei prezzi in funzione delle diverse determinanti, identificate in termini quantitativi utilizzando i coefficienti stimati delle equazioni. Va precisato che la determinazione dei costi di produzione nell'industria in senso stretto sono spiegati non da una equazione ma attraverso una identità. La scomposizione dei costi di produzione è a coefficienti tecnici mobili, che prendono come base di riferimento i coefficienti della matrice input-output del 1985, e variano in funzione dei prezzi relativi e dell'evoluzione degli indici di quantità endogeni nel modello stesso.*

*Rispetto al 1976, la situazione del 1993 si presenta diversa sotto moltissimi motivi. In questa nota ne valutiamo quattro: l'entità della svalutazione e delle contestuali variazioni dei prezzi internazionali espressi in valuta; il mutamento dei "coefficienti tecnici" di produzione; la particolare debolezza del ciclo nel '93; la mutata "funzione di comportamento" dei salari. Esaminiamo in dettaglio la portata e l'effetto di tali differenze.*

## **3. L'entità della svalutazione e della variazione dei prezzi internazionali.**

*Nel '76 la svalutazione media ponderata e media annua della lira è stata del 27% circa; nel 1993 (nell'ipotesi di un cambio lira-marco a 880 da giugno a dicembre e di un cambio lira-dollaro a 1500 nello stesso periodo) stimata del 17% (5). Per quanto riguarda i prezzi internazionali, nel 1976 i prezzi del petrolio (espressi in dollari) erano cresciuti del 4,2% e quelli dei manufatti diminuiti dello 0,4%; nel 1993 le variazioni stimate sono rispettivamente del -5,4% e del -3,6%. In sintesi, il 1993 si presenta come un anno di minore svalutazione in un contesto di ridotta inflazione internazionale.*

*Con quali effetti sui prezzi? L'esercizio illustrato nella tab. 1 indica che, nel caso in cui svalutazione e prezzi internazionali nel 1993 si fossero allineati alle variazioni del 1976, avremmo avuto - a parità di altre condizioni - una crescita dei prezzi delle importazioni totali del 16% contro il 12% "effettivo" (con questo termine identifichiamo i risultati della simulazione sul 1993, che tengono conto di quelli che al momento appaiono i consuntivi "più probabili") e il 24,4% del '76, una crescita dei prezzi alla produzione del 7,6% contro il 5,8% effettivo e il 21,7% del '76, una crescita dei prezzi al consumo del 5,9% contro il 5,3% "effettivo" e il 16,5% del 1976.*

**Tabella 1 - Svalutazione e formazione dei prezzi: l'effetto delle variabili "esterne"**

	1976	1993	
		Scenario "effettivo"	Scenario con cambi e prezzi internazionali come nel '76
Var. % su anno precedente			
<b>Variabili esogene</b>			
Cambio lira-dollaro	27,6	22,7	27,6
Cambio lira-marco	24,7	14,4	24,7
Prezzo del petrolio (\$ al barile)	4,2	-5,5	4,2
Prezzi delle importazioni in \$:			
materie prime alimentari	-7	-6,2	-7
materie prime industriali	3,2	-10,8	3,2
fonti di energia	3,3	-7,3	3,3
Prezzi dei manufatti internaz. in \$	-0,4	-3,6	-0,4
<b>Variabili endogene</b>			
Prezzi delle importazioni in lire:			
beni intermedi	22,3	10,7	18,5
beni finali	23,2	10,9	14,5
totali (comprese materie prime e fonti di energia)	24,4	11,7	16,6
Costo del lavoro per u. p.	10,8	0,5	0,5
Costi totali di produzione ind. s.s.	20,6	5,2	6,4
Prezzi alla produzione	21,7	5,8	7,8
Prezzi delle esportazioni	20,4	7,9	10,9
Prezzi al consumo	16,5	5,3	5,9

*In altre parole: lo "shock" dall'estero sull'inflazione del 1976 è stato più intenso che nel 1993, ma qualora nel 1993 ci fossimo trovati di fronte ad uno shock analogo al precedente avremmo avuto, fermi restando tutti gli altri comportamenti, un tasso d'inflazione non molto superiore a quello "osservato" e dunque molto inferiore a quello del '76. La spiegazione della ridotta inflazione del 1993 rispetto al '76 sta quindi quasi tutta all'interno della nostra economia.*

#### 4. La variazione dei "coefficienti tecnici" dal 1975 al 1992

Nel 1975 il peso degli inputs di importazione sui costi totali di produzione delle imprese industriali italiane era pari al 20,8%, con un peso delle importazioni in dollari del 14,2% (8,1% l'energia) e in valute CEE del 6,7% (tab. 2). Nel 1992 il peso delle importazioni di inputs denominati in dollari si ridotto al 10,4% (per effetto della flessione dei prezzi relativi e dell'intensità di impiego delle fonti energetiche e delle altre materie prime), mentre quello delle valute CEE (per effetto dell'accresciuta incidenza di inputs intermedi in sostituzione di materie prime) aumentato al 7,5%, per un totale degli inputs sui costi del 17,9%.

Si tratta di variazioni di qualche rilievo di per sé, ma di limitato impatto sulla trasmissione della svalutazione ai costi totali di produzione e per questa via ai prezzi. Applicando infatti le variazioni dei cambi 1993 ai coefficienti 1975 si ottiene un contributo della svalutazione ai costi pari a 4,2 punti percentuali, contro i 3,5 punti stimati nello scenario "effettivo". Il contributo disinflazionistico dei mutati coefficienti quindi misurabile in meno di un punto percentuale.

**Tabella 2 - Struttura dei costi di produzione nell'industria in senso stretto (6)**

	1975	1976	1980	1985	1990	1992
<b>Input importati</b>	<b>20,8</b>	<b>22,0</b>	<b>22,0</b>	<b>20,6</b>	<b>19,0</b>	<b>17,9</b>
Energia	8,1	7,7	8,6	7,7	4,2	3,6
Materie prime	7,1	7,1	5,7	5,7	5,5	5,5
.\$	3,4	3,4	2,7	2,7	2,6	2,6
.Valute CEE	3,7	3,7	3,0	3,0	2,9	2,9
Prodotti intermedi	5,6	7,3	7,7	7,2	9,3	8,8
.\$	2,7	3,5	3,7	3,4	4,4	4,2
.Valute CEE	3,0	3,8	4,0	3,8	4,9	4,6
Totale						
.\$	14,2	14,5	15,0	13,8	11,2	10,4
.Valute CEE	6,7	7,5	7,1	6,8	7,8	7,5
<b>Input nazionali</b>	<b>29,3</b>	<b>33,1</b>	<b>33,0</b>	<b>28,6</b>	<b>23,7</b>	<b>20,1</b>
<b>Lavoro</b>	<b>49,8</b>	<b>44,8</b>	<b>45,0</b>	<b>50,8</b>	<b>57,3</b>	<b>62,1</b>
<b>TOTALE</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

#### 5. Le altre variabili interne: limitato peso del ciclo

La misura del contributo fornito alla ridotta inflazione del 1993 in confronto al 1976 dalle altre variabili interne - che per quanto accennato sopra è stato probabilmente determinante - non è definibile in modo algebricamente rigoroso. Per farlo sarebbe necessario simulare un 1993 esattamente uguale, per quanto riguarda politica fiscale, politica dei redditi, politica tariffaria,

altre determinanti del ciclo, al 1976, e procedere poi per differenza. L'esercizio presenterebbe tali margini di arbitrarietà e di "fantasia" da essere di scarsa utilità. Si quindi proceduto in modo più realistico ipotizzando in modo qualitativo un 1993 nel quale prevalessero "regole del gioco" simili al passato in particolare sul terreno cruciale del costo del lavoro.

Ci si concentrerà sul costo del lavoro trascurando una determinante spesso evocata per spiegare i comportamenti recenti dei prezzi come la debolezza del ciclo economico per un motivo specifico. Dall'analisi quantitativa sulle determinanti dei prezzi, tanto alla produzione che al consumo, l'incidenza delle diverse variabili cicliche (che spiegano in parte il mark-up rispetto ai costi) sembra effettivamente assai limitata. Questo risultato non dipende dalla lunghezza del periodo di stima, infatti opportuni test di stabilità hanno verificato la stabilità dei coefficienti delle variabili cicliche in tutte le equazioni in cui sono presenti (prezzi delle importazioni di beni finali e intermedi, prezzi alla produzione e prezzi al consumo).

Per dare un riferimento quantitativo si può riprendere il confronto con il 1976, anno di crescita dei consumi del 5% e della produzione industriale del 12%. Ebbene, il contributo della domanda alla crescita dei prezzi alla produzione quell'anno risulta pari a meno di due punti percentuali (7), mentre la ridotta domanda del 1993 (consumi ipotizzati al -1,5%, produzione industriale +0,2%, contro il -2% dell'anno precedente) toglie 0,4 punti pct alla crescita dei prezzi al consumo (che in altre parole sarebbero aumentati del 5,7% rispetto al 5,3% ipotizzato nel caso in cui la spesa per consumi fosse ipotizzata crescere in linea con il suo trend e non ridursi di quattro punti rispetto al suo trend) (8).

Identificati i limiti dell'impatto delle variabili esterne, delle variazioni dei coefficienti tecnici, e del peso del fattore-ciclo, resta da analizzare, fra le principali determinanti della ridotta trasmissione del cambio ai prezzi, il contributo del costo del lavoro. E' su di esso che ci si concentra brevemente in quest'ultima parte della nota.

## **6. Il costo del lavoro: l'effetto disinflazionistico delle mutate "regole del gioco"**

Il problema analitico è il calcolo dell'impatto disinflazionistico dell' "accordo del 31 luglio", che ha abolito la scala mobile e sospeso la contrattazione aziendale. Un calcolo possibile solo a patto di definire quantitativamente "quale sarebbe stata la crescita dei salari senza l'accordo", impresa ovviamente tutt'altro che semplice, e che richiederebbe un'analisi specifica, basata sulla valutazione approfondita del modello di determinazione dei salari in Italia.

Un'analisi di questo genere esce dalle nostre competenze e dagli obiettivi limitati di questa nota, ma si è comunque cercato di dare una risposta non eccessivamente arbitraria, seppure di prima approssimazione.

Il comportamento teorico dei salari industriali "senza accordo e con svalutazione" nel 1993 stato ipotizzato identico a quello del 1991 (i dati 1992 sono già influenzati dagli effetti dell'accordo-ponte di fine '91 e poi dello stesso accordo di luglio) per quanto riguarda sia il grado di copertura della scala mobile alla variazione del costo della vita (una copertura che era pari al 60%: 3,9 punti di variazione automatica dei salari su 6,4 punti di crescita dei prezzi), sia la componente "autonoma" (contratti, "slittamento salariale" ecc.) che spiegò nel 1991 4,2 punti di crescita dei salari (redditi da lavoro dipendente per dipendente). Quest'ultima variazione è stata mantenuta costante nella simulazione relativa al 1993, e sommata alla variazione derivante dall'ipotizzata indicizzazione al 60% al tasso di inflazione risultante dalla simulazione per il 1993.

I risultati dell'esercizio sono illustrati alla tab. 3, dalla quale risulta la stima per il 1993 di una crescita dei salari medi del 10% circa contro il 3,5% "effettivo", dei prezzi delle importazioni (determinati - limitatamente a quelli relativi a prodotti sostituibili con beni di

*origine nazionale - anche dai prezzi interni ) del 14,3% contro l'11,7% , dei costi di produzione del 9,6% contro il 5,2%, dei prezzi alla produzione del 9,2% contro il 5,8%, dei prezzi al consumo dell'8,6% contro il 5,3%.*

**Tabella 3 - Svalutazione e formazione dei prezzi: l'effetto dell'indicizzazione**

	1993 Scenario "effettivo" senza indicizzazione	1993 Scenario con indicizzazione	
		Copertura 60%	Copertura 90%
Var. % su anno precedente			
Salario nell'ind. in s. s. per occupato	3,5	9,9	16,6
Costo del lavoro per unità di prodotto	0,5	7,2	13,7
Prezzi delle importazioni in lire:			
beni intermedi	10,7	15,8	16,6
beni finali	10,9	14,2	14,6
totale (incluse materie prime e fonti di energia)	11,7	14,3	14,7
Costi totali di produzione ind. s.s.	5,2	9,6	13,4
Prezzi alla produzione	5,8	9,2	11,5
Prezzi delle esportazioni	7,9	10,5	12,7
Prezzi al consumo	5,3	8,6	13,2
di cui: prezzi dei servizi	6,3	10,0	16,6
Prezzi dei concorrenti in lire			
mercati interni	10,9	14,8	15,3
mercati esteri	18,5	18,5	18,5
Competitività sui prezzi export.	8,9	6,5	4,9
Esportazioni in volume	11,2	4,8	2,0
Domanda interna reale	-1,4	0,3	0,8
Pil prezzi costanti (9)	1,2	1,0	0,5
Saldo bilancia commerciale (cif-fob) miliardi di lire	470	-17000	-18500

*In presenza di indicizzazione anche il miglioramento di competitività sarebbe risultato più contenuto (6,5% contro l'8,9%) con conseguente minor crescita delle esportazioni (4,8% contro l'11% circa), negativamente influenzate, inoltre, dalla maggiore pressione del ciclo interno e dalla migliore profittabilità dei mercati interni rispetto allo scenario "effettivo". Infine il saldo della bilancia commerciale anziché diventare positivo registrerebbe un consistente deficit, con conseguenze anche peggiori sul saldo delle partite correnti. Su quest'ultimo, infatti, agirebbe negativamente anche un appesantimento del deficit dei redditi da capitale, in quanto in presenza di indicizzazione sicuramente il livello dei tassi di interesse risulterebbe più elevato.*

*L'esercizio effettuato sembra confermare che proprio questa — e cioè la riduzione del costo del lavoro per dipendente prodotta dall'accordo di luglio — sia stata la singola variabile determinante della ridotta inflazione del 1993. Il peso di questa variabile è peraltro valutabile osservando i risultati (pure presentati alla tab. 3) di un calcolo alternativo, effettuato ipotizzando una copertura della scala mobile analoga a quella del 1976, e cioè del 90%: risultati che — in termini di inflazione alla produzione e al consumo — sono più vicini a quelli "catastrofici" effettivamente sperimentati nel 1976.*

*In sintesi, se nel 1993 l'impulso della svalutazione ai prezzi è stato contenuto, il "merito" sembra essere stato prevalentemente del "mutato regime" di determinazione dei salari. Certo, con il regime precedente l'accordo di luglio avremmo avuto un tasso di crescita positivo e non negativo dei redditi reali da lavoro dipendente, e questo induce a riflettere su un fatto da tenere comunque sempre ben presente, e cioè che il contenimento dell'inflazione non è stato privo di costi, e non è stato "neutrale" sotto il profilo degli effetti redistributivi.*

*Valutare la portata, e l'equità, di questi costi e di questi effetti esce dallo scopo della presente nota. Resta tuttavia l'elemento di riflessione costituito dall'ampio differenziale d'inflazione fra Italia e paesi concorrenti che si sarebbe associato nel 1993 ad un comportamento dei salari che si fosse allineato ai comportamenti passati.*

*I calcoli effettuati confermano l'impressione che in quel caso non avremmo potuto evitare una rapida erosione del vantaggio competitivo prodotto dal deprezzamento del cambio già nel 1993 (e ancor più nel 1994), con effetti di contenimento delle esportazioni e squilibri di bilancia dei pagamenti accentuati. Si sarebbe probabilmente riproposta negli anni successivi la necessità di ulteriori svalutazioni e il rischio di percorrere — o ripercorrere — il sentiero sempre più difficilmente reversibile della divergenza. I vantaggi di breve periodo in termini di crescita dei redditi reali e dell'occupazione si sarebbero rivelati illusori.*

(1) Consensus Forecast, Consensus Economics Inc., settembre 1993.

(2) Consensus Forecast, Consensus Economics Inc., novembre 1993.

(3) Nella breve nota si fa riferimento principalmente al blocco delle equazioni di prezzo del modello. Le equazioni sono stimate in differenze logaritmiche, nel periodo 70 - 92. Sono esogeni al modello i prezzi delle importazioni di materie prime, delle fonti di energia e delle materie prime alimentari, sono invece spiegati dal modello i prezzi delle importazioni di beni intermedi e di beni finali, i prezzi dei manufatti sul mercato interno, i prezzi delle esportazioni, i prezzi al consumo e i prezzi al consumo dei servizi. I prezzi delle importazioni di beni intermedi denominati in lire sono spiegati dall'andamento dei prezzi dei manufatti dei paesi Ocse in lire, dai prezzi alla produzione interni, dalla pressione del ciclo per il mercato interno calcolata in termini relativi (Italia su paesi Ocse). I prezzi delle importazioni di beni finali in lire sono spiegati dai prezzi dei manufatti dei paesi Ocse in lire, dai prezzi alla produzione interni e dalla pressione della domanda interna. I prezzi alla produzione sono spiegati dai costi di produzione totali per unità di prodotto nell'industria in senso stretto dalla pressione del ciclo per il mercato interno, dai prezzi dei manufatti dei paesi Ocse in lire. I prezzi delle esportazioni in lire sono spiegati dai costi totali di produzione per unità di prodotto nell'industria in senso stretto, dalle quote delle esportazioni italiane sulle esportazioni dei paesi Ocse e dai prezzi dei manufatti in lire dei paesi Ocse. Infine i prezzi al consumo sono spiegati dai prezzi alla produzione per il mercato interno, dai prezzi al consumo dei servizi e dalla domanda di beni di consumo delle famiglie depurata dal suo trend. Per una descrizione della struttura del modello si rimanda a: P. Modiano, "Componenti di breve e di lungo periodo dell'equilibrio esterno in un modello econometrico della bilancia commerciale italiana", in *Ricerche quantitative per la politica economica*, Banca d'Italia, Roma 1984.

- (4) I termini essenziali del dibattito sono efficacemente riassunti nei seguenti articoli:  
 P. Sylos Labini, "Il calo dell'inflazione", La Repubblica - 31 gennaio 1993;  
 L. Bonato e M. Ratti, "Il calmiera più efficace è la recessione", Il Sole 24 Ore - 15 aprile 1993;  
 C. A. Bollino e G. Di Marzio, "Marcia in più all'economia", Il Sole 24 Ore - 28 aprile 1993.  
 I termini del dibattito sono ripresi e ulteriormente chiariti nelle pagine seguenti.
- (5) I tassi di cambio della lira rispetto al dollaro e rispetto al marco nella media del '93 risultano rispettivamente 1513 e 904.
- (6) L'anno base da cui si è partiti per il calcolo dei coefficienti tecnici diretti e indiretti è il 1985.
- (7) Formazione dei prezzi alla produzione: 1976 - 1993 a confronto

	1976	1993 Scenario "effettivo"
Var. % anno su anno		
<b>Prezzi alla produzione</b>	<b>21.7</b>	<b>5.8</b>
Costi totali di produzione	16.6	3.1
Input importati	3.6	0.6
Input nazionali	5.2	0.7
Clup	7.8	1.9
Effetto	12.3	2.3
Pressione del ciclo	11.7	4.3
Effetto	1.7	0.6
Prezzi dei concorrenti	27.2	18.5
Effetto	6.3	4.3
Effetto totale	20.2	7.2
Fattori autoregressivi	1.5	-1.4

- (8) Formazione dei prezzi al consumo nel 1993

	1993 Scenario "effettivo"
Var. % anno su anno	
<b>Prezzi al consumo</b>	<b>5,3</b>
Prezzi alla produzione	3,9
Effetto	1,7
Prezzi al consumo servizi	6,3
Effetto	3,5
Pressione domanda di consumi	-4,1
Effetto	-0,4
Fattori autoregressivi	0,5

- (9) La crescita reale più elevata di quelle "di consenso" dipende dalla previsione di aumento delle esportazioni superiore a quella media prevista da altri istituti di ricerca economica accompagnata da una maggiore riduzione della domanda interna, che comporta una caduta delle importazioni in volume. Gli investimenti fissi lordi sono previsti in linea con il "consenso" intorno al -2,5% nella media del '93. A nostro avviso proprio da questa componente, molto volatile e difficilmente prevedibile, potrebbe alla fine dell'anno derivare una caduta della domanda interna ancora più marcata e conseguentemente una crescita del prodotto interno lordo più contenuta.