

BANCA D'ITALIA

Bollettino Economico



Numero 26 Febbraio 1996

BANCA D'ITALIA

Bollettino Economico
del Servizio Studi

Numero 26 Febbraio 1996

S O M M A R I O

La congiuntura e le politiche economiche

<i>L'economia internazionale</i>	5
<i>La congiuntura e la bilancia dei pagamenti in Italia</i>	21
<i>L'andamento dei prezzi</i>	36
<i>La finanza pubblica</i>	45
<i>La politica monetaria, gli intermediari e i mercati finanziari</i>	52
<i>Prospettive economiche a breve termine, prezzi e politica monetaria</i> ..	66

Note

<i>Dati territoriali sul credito e sui tassi di interesse bancari</i>	1*
---	----

Documenti

<i>L'analisi delle banche nell'attività di vigilanza</i>	7*
--	----

Interventi

<i>Intervento del Governatore della Banca d'Italia in occasione della 71^{ma} Giornata mondiale del risparmio, ottobre 1995</i>	15*
<i>L'economia italiana, la politica monetaria e l'inflazione, Antonio Fazio, gennaio 1996</i>	21*
<i>Il ruolo del sistema bancario nel risanamento finanziario delle imprese, Vincenzo Desario, ottobre 1995</i>	35*
<i>Il gruppo bancario nell'ordinamento creditizio, Tommaso Padoa-Schioppa, novembre 1995</i>	44*
<i>I prodotti derivati: profili di pubblico interesse, Tommaso Padoa-Schioppa, novembre 1995</i>	59*

Appendice

<i>Serie statistiche</i>	1a
<i>Note metodologiche</i>	57a
<i>Principali provvedimenti di politica economica</i>	65a
<i>Elenco delle «Note» e dei «Documenti» apparsi nei precedenti numeri del Bollettino Economico</i>	76a
<i>Elenco delle pubblicazioni della Banca d'Italia</i>	78a

INDICE DEI RIQUADRI

La congiuntura e le politiche economiche

<i>Le decisioni del Consiglio europeo di Madrid . . .</i>	6
<i>I piani di risanamento della finanza pubblica negli Stati Uniti</i>	12
<i>Il turnover dei mercati dei cambi e dei prodotti derivati</i>	16
<i>Le variazioni stagionali dell'indice del costo della vita</i>	38
<i>Recenti sviluppi nella struttura dei tassi d'interesse</i>	54
<i>Gli interventi della Banca d'Italia sul mercato monetario</i>	56
<i>I provvedimenti attuativi della manovra di bilancio per il 1996</i>	68

La congiuntura e le politiche economiche

L'economia internazionale

Negli ultimi mesi del 1995 sono divenuti più evidenti nei principali paesi industriali, a eccezione del Giappone, segni di rallentamento, particolarmente pronunciati in Europa. Gli indicatori congiunturali suggeriscono che la debolezza del ciclo dovrebbe persistere nei primi mesi del 1996.

Nella UE, e particolarmente in Germania, il peggioramento della congiuntura nella seconda parte del 1995 è scaturito da una riduzione degli investimenti e delle esportazioni, che erano stati le principali determinanti della ripresa. Si è protratta la debolezza dei consumi privati in conseguenza del modesto sviluppo dei salari e dell'aumento della disoccupazione. Gli investimenti hanno risentito del perdurare di elevati tassi reali d'interesse e del deterioramento delle attese di domanda legato al fiacco andamento dei consumi e all'apprezzamento dei cambi.

Nella fase di espansione, la crescita degli investimenti nell'Europa continentale era stata più sostenuta di quella registrata dopo la recessione del 1981-82. La quota degli investimenti sul prodotto, tuttavia, rimane al di sotto dei massimi registrati all'inizio degli anni novanta; nel 1995, nel comparto degli impianti e macchinari, essa risulta inferiore a quei massimi di 2,7 punti percentuali in Francia, di 2,4 in Germania e di 1,5 in Italia. Questa condizione degli investimenti si è manifestata nonostante aumenti significativi dei profitti, la cui quota sul reddito nazionale ha raggiunto ovunque in Europa dimensioni storicamente elevate.

Nella maggior parte dei paesi industriali, il calo dell'inflazione, corrente e attesa, ha consentito un al-

lentamento delle condizioni monetarie. Le politiche di bilancio, volte alla riduzione dei disavanzi pubblici in rapporto al PIL, hanno invece continuato ad agire in senso restrittivo.

Dopo la crisi debitoria del Messico, i mercati valutari e finanziari hanno attraversato una fase di relativa tranquillità. In ottobre si è interrotta la nuova flessione del dollaro iniziata alla fine dell'estate e si sono esaurite le tensioni manifestatesi in settembre tra le valute europee. La moneta statunitense si è poi apprezzata negli ultimi mesi dell'anno e nelle prime settimane del 1996; quelle europee si sono rafforzate nei confronti del marco. È proseguita l'ascesa dei corsi azionari, particolarmente sostenuta negli Stati Uniti e in Giappone: i rendimenti obbligazionari sono diminuiti in termini nominali.

Nel dicembre scorso i paesi della UE hanno assunto importanti decisioni in merito alla realizzazione dell'Unione economica e monetaria: è stata confermata la data del 1° gennaio 1999 per l'inizio della terza fase ed è stata stabilita per la moneta unica la denominazione di "euro" (cfr. il riquadro: *Le decisioni del Consiglio europeo di Madrid*).

La congiuntura, l'inflazione e le bilance dei pagamenti nei principali paesi industriali

Negli Stati Uniti, dove è in corso una radicale revisione delle metodologie della contabilità nazionale, nel secondo semestre del 1995 il PIL, secondo infor-

Le decisioni del Consiglio europeo di Madrid

Il Consiglio europeo, tenutosi a Madrid il 15-16 dicembre 1995, ha dato ampio rilievo ai temi di carattere economico e ha assunto importanti decisioni in vista dell'unificazione economica e monetaria dell'Europa (UEM).

La creazione di posti di lavoro è stata riaffermata come il principale obiettivo sociale, economico e politico della UE e dei paesi membri; nel comunicato finale il Consiglio ha ribadito l'efficacia della strategia per la riduzione della disoccupazione già delineata nel corso dei precedenti vertici europei di Essen e di Cannes. Essa prevede, tra gli altri, provvedimenti per incentivare la formazione professionale, un'organizzazione più flessibile del lavoro, la moderazione salariale, interventi in favore dei gruppi più colpiti dalla disoccupazione.

In merito alla UEM, il Consiglio europeo ha confermato che la terza fase inizierà il 1° gennaio del 1999. Ha stabilito che la moneta unica europea si chiamerà "euro". Ha inoltre approvato lo scenario per la transizione alla moneta unica, predisposto di concerto con la Commissione della UE e con l'Istituto monetario europeo.

Lo scenario si fonda sulla irreversibilità del processo di unificazione monetaria e si articola in tre distinti sottoperiodi, al termine dei quali l'euro avrà sostituito le banconote e le monete metalliche nazionali.

Il primo periodo inizierà nel momento in cui verranno selezionati i paesi che potranno adottare la moneta unica, avendo soddisfatto i criteri di convergenza indicati nel Trattato di Maastricht. Tale decisione verrà presa dai Capi di Stato o di Governo prima possibile nel corso del

1998, probabilmente sul finire del primo trimestre, sulla base dei dati economici relativi all'anno 1997. In questo periodo saranno costituiti, e resi operativi, la Banca centrale europea (BCE) e il Sistema europeo delle banche centrali (SEBC), il quale comprenderà, oltre alla BCE, le banche centrali nazionali, in modo da poter attuare la politica monetaria unica sin dall'inizio della terza fase della UEM. Gli Stati membri dovranno adeguare le legislazioni nazionali, compresi gli statuti delle rispettive banche centrali, per renderli compatibili con il Trattato e con lo statuto del SEBC.

Il secondo periodo inizierà il 1° gennaio 1999 e terminerà, al più tardi, dopo tre anni, al momento dell'introduzione delle banconote in euro. All'inizio di questo periodo entreranno in vigore i tassi di cambio irrevocabilmente fissi tra le valute dei paesi partecipanti e tra queste e l'euro, che sarà una valuta a pieno titolo. La politica monetaria unica verrà condotta dal SEBC, utilizzando esclusivamente l'euro. Il metodo con cui verranno stabiliti i tassi di cambio irrevocabilmente fissi sarà definito dopo la costituzione della BCE.

L'euro e le valute nazionali saranno espressioni nominalmente diverse di quella che, dal punto di vista della rilevanza economica, è la stessa valuta; la loro equivalenza verrà garantita con un Regolamento del Consiglio, che verrà predisposto entro la fine del 1996. La sostituzione delle valute nazionali con l'euro non avrà effetto sulla continuità dei contratti. Di conseguenza, gli ammontari espressi in valuta nazionale verranno convertiti in euro al tasso di cambio irrevocabilmente fisso; per i titoli a reddito fisso, la conversione in euro non modificherà il tasso di interesse pagato dal debitore. L'ecu paniere ufficiale

mazioni ancora provvisorie, sarebbe cresciuto del 2,1 per cento in ragione d'anno (tav. 1). Anche nell'intero 1995 il prodotto sarebbe aumentato del 2,1 per cento, il tasso più basso dall'avvio della ripresa nel 1992. Gli investimenti, pur decelerando, sono rimasti la componente più dinamica della domanda interna, aumentando del 6,2 per cento; le esportazioni hanno registrato un incremento cospicuo, pari all'8,3 per cento, come nel 1994. Negli ultimi mesi del 1995 la crescita

del PIL è fortemente rallentata: il clima di fiducia degli operatori e dei consumatori è peggiorato ed è calato l'indice composito anticipatore della congiuntura. Nel gennaio di quest'anno la produzione industriale è diminuita rispetto al dicembre 1995 (fig. 1).

Il tasso di disoccupazione è rimasto relativamente basso: nel gennaio scorso esso si collocava al 5,8 per cento, contro il 5,7 dello stesso mese del 1995.

cesserà di esistere. Nei contratti verrà sostituito con l'euro nel rapporto di 1 a 1. I privati saranno liberi di utilizzare l'euro, ma non saranno obbligati a farlo. Le banconote in valuta nazionale continueranno ad avere corso legale, sino al completamento del processo di transizione. Dall'inizio di questo periodo, inoltre, verranno denominate in euro le nuove emissioni di titoli del debito pubblico trattati sui mercati. Il SEBC promuoverà l'utilizzo dell'euro nelle transazioni sui mercati valutari. Il settore pubblico predisporrà gli adempimenti necessari per essere pronto a utilizzare la moneta europea al momento in cui verranno introdotte le nuove banconote e le monete metalliche in euro.

Il terzo periodo prenderà avvio al più tardi tre anni dopo l'inizio della terza fase della UEM, e cioè il 1° gennaio 2002, allorché verranno immesse in circolazione le banconote e le monete metalliche denominate in euro, che avranno corso legale in parallelo con le banconote nazionali. In un intervallo di tempo della durata massima di sei mesi dovranno essere gradualmente ritirate dalla circolazione le banconote e le monete nazionali, completando così la transizione. Ciò richiederà la raccolta, la verifica e la distruzione delle vecchie banconote e monete metalliche e la loro sostituzione con le nuove banconote in euro. Al termine di questo periodo banconote e monete metalliche nazionali cesseranno di avere corso legale.

Il Consiglio ha infine sottolineato l'esigenza di mantenere un elevato grado di convergenza economica, anche dopo l'avvio della terza fase della UEM, per assicurare il pieno successo dell'unione e l'accettabilità da parte dell'opinione pubblica della moneta unica europea.

Sotto questo profilo si è posta l'esigenza di rafforzare la disciplina di bilancio nei paesi che saranno stati ammessi a partecipare all'area dell'euro. Una proposta in tal senso è stata avanzata dal Ministro delle Finanze tedesco, il quale ha invitato i paesi ammessi a sottoscrivere un "Patto per la stabilità", che comporterebbe l'impegno a perseguire una politica fiscale più rigorosa di quella prevista dal Trattato di Maastricht, in particolare a contenere il fabbisogno pubblico nell'ordine dell'1 per cento del prodotto lordo, al netto degli effetti ciclici, e a ridurre il rapporto debito/PIL al di sotto del 60 per cento.

Una questione di grande rilievo, che dovrà essere affrontata nei prossimi mesi, riguarda la relazione di cambio tra l'area dell'euro e i paesi della UE che non ne faranno parte sin dall'inizio, poiché il Sistema monetario europeo cesserà di esistere all'avvio della terza fase. Si tratta di definire il regime di cambio tra l'euro e le valute di un certo numero di paesi che presenteranno dimensioni, grado di convergenza, livello di integrazione assai diversi. Tale regime, non necessariamente identico per tutti i paesi, dovrà conciliare una pluralità di obiettivi: promuovere la stabilità monetaria in Europa, per evitare che l'eccessiva variabilità o gli ampi scostamenti dei cambi dai valori di equilibrio danneggino il mercato unico, favorire la convergenza e la sollecita adesione all'area dell'euro dei paesi non ancora in grado di qualificarsi, salvaguardare l'autonomia della futura Banca centrale europea nella conduzione della politica monetaria volta alla stabilità dei prezzi.

Questo argomento verrà discusso nel Consiglio informale dei Ministri economici e finanziari, che si terrà a Verona in aprile sotto la presidenza italiana.

L'aumento della produttività nel settore manifatturiero e i moderati aumenti delle retribuzioni hanno determinato riduzioni del costo unitario del lavoro, che hanno contrastato le spinte inflazionistiche determinate dall'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva. Nel secondo semestre, l'apprezzamento del dollaro e la diminuzione dei corsi del petrolio e delle altre materie prime hanno contribuito a contenere l'inflazione. I prezzi al consumo sono aumentati,

nell'anno, del 2,8 per cento, rallentando nell'ultimo trimestre al 2,6 rispetto al corrispondente periodo del 1994 (fig. 2).

In Giappone la ripresa dei consumi privati ha sostenuto il prodotto, cresciuto nel secondo semestre dell'1,5 per cento in ragione d'anno dopo la flessione registrata nel semestre precedente. Nell'intero 1995 l'aumento è stato solo dello 0,3 per cento, per l'effetto

negativo dell'apprezzamento dello yen del primo quadrimestre e il protrarsi della caduta degli investimenti, in atto dal 1991.

Tav. 1

Prodotto e domanda interna dei principali paesi industriali (1)
(variazioni percentuali rispetto al periodo precedente, in ragione d'anno)

PAESI	1994	1995 (2)	1995	
			I sem.	II sem. (2)
Stati Uniti				
PIL	3,5	2,1	1,2	2,1
Domanda interna	3,9	2,1	1,6	1,5
Giappone				
PNL	0,5	0,3	-0,4	1,5
Domanda interna	0,8	1,0	0,1	2,9
Germania				
PIL	3,0	1,9	2,1	0,2
Domanda interna	2,9	1,8	1,5	0,5
Francia				
PIL	2,9	2,7	2,5	1,4
Domanda interna	3,1	2,1	1,3	1,8
Italia				
PIL	2,2	3,3	3,0	2,9
Domanda interna	1,9	2,4	0,2	4,4
Regno Unito				
PIL	3,7	2,7	2,6	1,8
Domanda interna	2,8	1,9	1,9	1,1
Canada				
PIL	4,6	2,4	1,7	0,9
Domanda interna	3,4	1,9	2,3	1,0

Fonte: OCSE, Istat, Isco e statistiche nazionali.

(1) Dati a prezzi costanti. - (2) Per gli Stati Uniti (nuova contabilità nazionale), per la Germania e il Regno Unito dati provvisori; per l'Italia stime Isco; per gli altri paesi previsioni dell'OCSE, *Economic Outlook*, dicembre 1995; per il Giappone, le previsioni per il 1995 si riferiscono al PIL.

Fig. 1



Fonte: elaborazioni su dati nazionali e Istat.
(1) Medie mobili centrate di tre mesi.

La situazione dell'occupazione è ulteriormente peggiorata. In novembre il tasso di disoccupazione ha raggiunto il 3,4 per cento (il livello più elevato dal 1953, anno d'inizio della rilevazione) e si è mantenuto sullo stesso livello in dicembre. Il peggioramento riflette, oltre alla debolezza della congiuntura, il vasto processo di ristrutturazione industriale in corso. La riduzione dei costi unitari del lavoro e la fiacca domanda hanno causato un'ulteriore caduta dei prezzi; nell'ultimo trimestre del 1995, quelli al consumo risultavano inferiori dello 0,5 per cento rispetto al corrispondente periodo del 1994; in ottobre, quelli alla produzione erano, sui dodici mesi, più bassi dello 0,6 per cento.

Fig. 2



Fonte: OCSE, Istat e statistiche nazionali.
(1) Da novembre 1995 i dati sono stimati sulla base del costo della vita.

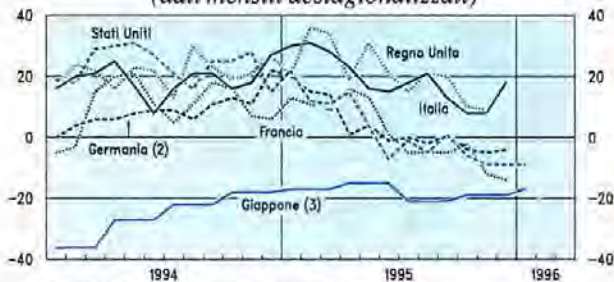
I provvedimenti fiscali espansivi dello scorso settembre, la ripresa dei corsi azionari e l'indebolimento dello yen rispetto ai livelli, fortemente sopravvalutati, del primo quadrimestre del 1995 hanno tuttavia contribuito al recente miglioramento del clima di fiducia

e all'aumento della produzione industriale nell'ultimo trimestre dello scorso anno. Anche la definizione del piano per la soluzione della crisi delle Jusen (società specializzate nella concessione di mutui immobiliari) si è riflessa positivamente sulle prospettive dell'economia.

Nella UE, soprattutto in Germania, si è registrato nella seconda metà del 1995 un raffreddamento della congiuntura, a conferma della tendenza già manifestata nel primo semestre. Il clima di fiducia di imprese e famiglie è sensibilmente peggiorato (fig. 3).

Fig. 3

Indicatori del clima di fiducia delle imprese (1) (dati mensili destagionalizzati)



Fonte: OCSE, Isco e statistiche nazionali.

(1) Risultato dei sondaggi periodici presso le imprese; saldi in percentuale delle risposte degli operatori. - (2) Regioni occidentali. - (3) Dati trimestrali.

In Germania, nel secondo semestre l'attività economica è decelerata significativamente; il PIL è aumentato solo dello 0,2 per cento in ragione d'anno, rispetto al 2,1 dei primi sei mesi. La crescita complessiva nel 1995 si è così ridotta all'1,9 per cento, un punto in meno rispetto all'anno precedente. Il basso tasso di crescita del prodotto nel secondo semestre riflette principalmente il calo degli investimenti fissi, diminuiti, su base annua, del 4,8 per cento nel terzo trimestre rispetto al precedente, e della domanda estera, che ha risentito del rallentamento della congiuntura internazionale e dell'apprezzamento del marco; solo il considerevole accumulo di scorte ha sostenuto l'attività.

Alla fase di espansione del prodotto, in atto dal 1993, non ha corrisposto una riduzione della disoccupazione: nel gennaio di quest'anno il numero dei disoccupati ha sfiorato i 4 milioni e il tasso di disoccupazione ha raggiunto il 10 per cento, un massimo storico dal dopoguerra. La debolezza della domanda

e l'apprezzamento del cambio hanno mantenuto l'inflazione su livelli molto bassi: in gennaio i prezzi al consumo risultavano aumentati, sui dodici mesi, dell'1,5 per cento; nelle regioni occidentali l'incremento si ragguagliava all'1,4 per cento, in quelle orientali al 2,6.

In Francia il tasso di crescita si è dimezzato nel secondo semestre, anche per effetto degli scioperi dell'autunno. I consumi sono diminuiti, riflettendo le cattive condizioni del mercato del lavoro. La crescita della disoccupazione, concentrata nelle fasce più giovani della popolazione, ha portato in dicembre il numero complessivo dei senza lavoro a 3 milioni, l'11,7 per cento delle forze di lavoro. L'inflazione rimane contenuta: in dicembre il livello dei prezzi al consumo è risultato del 2,1 per cento più alto di quello dello stesso mese del 1994 (1,8 nella media del 1995).

Nel Regno Unito la crescita è rallentata dal 2,6 per cento nel primo semestre all'1,8 nel secondo, principalmente per la caduta degli investimenti. È proseguito, sebbene con minore vigore, il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro, in atto dall'inizio del 1993; nel gennaio 1996 il tasso di disoccupazione si è collocato al 7,9 per cento. L'inflazione ha ripreso a calare: in gennaio, l'aumento sui dodici mesi dei prezzi al consumo, al netto dei mutui ipotecari, è stato pari al 2,8 per cento.

L'anno appena trascorso ha visto ridursi gli squilibri dei conti con l'estero. Per la prima volta in quattro anni l'avanzo commerciale del Giappone ha registrato una diminuzione, in seguito al forte aumento delle importazioni (cresciute del 23 per cento circa): l'anno si è chiuso con un avanzo di circa 135 miliardi di dollari, contro i 146 del 1994. Tale diminuzione, unita al peggioramento del passivo dei servizi, ha determinato la riduzione dell'avanzo delle partite correnti da 129 a 110 miliardi di dollari (tav. a1 nell'Appendice).

Negli Stati Uniti il disavanzo commerciale si è ridotto negli ultimi mesi dell'anno; l'entità della diminuzione non è stata però sufficiente a bilanciare l'aumento registrato nel primo semestre; il 1995, pertanto, si dovrebbe chiudere con un passivo di 178 miliardi di dollari, superiore di poco più di 10 miliardi a quello del 1994. Il disavanzo delle partite correnti continuerebbe ad aumentare, sebbene in misura mi-

nore rispetto ai tre anni precedenti. Sulla base dei risultati dei primi tre trimestri, annualizzati, il passivo dovrebbe superare i 160 miliardi di dollari, contro i 151 del 1994, mantenendosi però costante in rapporto al PIL, al 2,2 per cento. La posizione debitoria netta degli Stati Uniti si amplierebbe ulteriormente, a circa 840 miliardi di dollari (l'11,6 per cento del PIL).

La sensibile crescita dell'avanzo commerciale tedesco ha più che compensato l'incremento del passivo dei servizi, determinando una riduzione del disavanzo delle partite correnti. Riportando ad anno i saldi dei primi undici mesi, nel 1995 il disavanzo dovrebbe risultare di 18 miliardi di dollari (4 in meno del 1994). La posizione creditoria netta della Germania, in continua diminuzione dopo l'unificazione, dovrebbe scendere, nel 1995, all'8,7 per cento del PIL dal 21,5 del 1990.

Le politiche economiche

Secondo le stime dell'OCSE, nel 1995 il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche è sceso, nella media dei paesi industriali, dal 3,9 al 3,4 per cento del PIL. Il miglioramento ha interessato prevalentemente la componente del disavanzo non dipendente dal ciclo, ridottasi di circa mezzo punto percentuale, al 2,8 per cento. Sebbene i disavanzi primari si siano ormai in media pressoché annullati, l'incidenza del debito pubblico sul PIL ha superato nel complesso dell'area il 70 per cento, risentendo dell'ampio divario tra i tassi d'interesse e il ritmo di crescita del reddito.

Negli Stati Uniti, nell'esercizio finanziario che si è chiuso in settembre, il disavanzo federale si è ridotto di 39 miliardi di dollari, scendendo a 164 miliardi (2,3 per cento del PIL). Sulla base della versione preliminare della nuova legge di bilancio, presentata dall'Amministrazione nel quadro del programma di medio termine per il pareggio di bilancio (cfr. il riquadro: *I piani di risanamento della finanza pubblica negli Stati Uniti*), nel 1996 il disavanzo federale dovrebbe ridursi ulteriormente, a 154 miliardi di dollari (2,1 per cento del PIL), soprattutto per effetto di tagli alle componenti discrezionali di spesa.

Nell'esercizio terminante il prossimo marzo il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche giapponesi

dovrebbe salire dal 3,6 al 4,2 per cento del PIL (dal 7,1 al 7,7 per cento, al netto dell'avanzo della sicurezza sociale). Il risultato è scaturito dalle misure di stimolo varate a più riprese nel 1995 (cfr. *Bollettino Economico*, n. 25, 1995), oltre che dalla debolezza del ciclo. In base al progetto di bilancio presentato lo scorso dicembre, nell'esercizio 1996 il disavanzo a livello di governo centrale dovrebbe rimanere invariato: la caduta del gettito, dovuta fondamentalmente a ulteriori sgravi fiscali sui redditi da capitale, rispetto a quelli già previsti dalla riforma varata nel settembre 1994, dovrebbe compensare la riduzione della spesa conseguente all'esaurirsi dello stimolo espansivo dello scorso anno.

Nella media della UE il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche è diminuito lo scorso anno dal 5,5 al 4,7 per cento del PIL, prevalentemente per gli effetti dell'azione fiscale restrittiva. L'incidenza del debito sul PIL è aumentata di 3 punti, al 71 per cento.

In Germania, secondo dati ancora provvisori, il disavanzo è salito dal 2,6 al 3,6 per cento del PIL per gli effetti del rallentamento ciclico nel secondo semestre. La legge di bilancio per il 1996 ha recepito una riforma della tassazione che prevede l'aumento degli scaglioni di reddito esenti da imposta e l'alleggerimento del carico fiscale delle famiglie più numerose; per contenere il disavanzo federale entro il tetto di 60 miliardi di marchi (50 miliardi nel 1995) sono stati predisposti tagli alla spesa ingenti e di difficile realizzazione. Ulteriori risparmi di spesa (per circa 20 miliardi di marchi) sono stati approvati in novembre dal Bundestag per compensare l'impatto degli stabilizzatori automatici, conseguente alla revisione al ribasso delle previsioni di crescita.

Secondo dati ancora provvisori, in Francia il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche sarebbe sceso dal 6,0 a circa il 5 per cento del PIL. Per bilanciare la perdita di gettito conseguente alla minore crescita rispetto alle previsioni (circa 24 miliardi di franchi, pari al 2 per cento del totale dei proventi fiscali), in novembre le autorità hanno varato nuove misure correttive, basate esclusivamente su risparmi di spesa, che si sono sommate a quelle del bilancio supplementare di giugno (cfr. *Bollettino Economico*, n. 25, 1995). Nello stesso mese il governo ha varato un drastico piano di riforma della sicurezza sociale, che pre-

vede la riduzione del disavanzo previdenziale a circa 17 miliardi di franchi nel 1996 (contro circa 60 nel 1995) e un avanzo di quasi 12 miliardi l'anno successivo. La protesta sociale che ne è seguita ha indotto le autorità a sospendere alcune misure previste dal piano nel campo della previdenza per il pubblico impiego. Nel febbraio 1996 è entrata in vigore l'imposta addizionale e straordinaria dello 0,5 per cento su tutti i redditi, eccetto quelli minimi, per ammortizzare il debito della sicurezza sociale. In base alla nuova legge di bilancio, che ipotizza tuttavia una crescita del prodotto interno lordo del 2,8 per cento, si prevede per il 1996 una discesa del disavanzo delle Amministrazioni pubbliche al 4 per cento del PIL.

Nel Regno Unito il rallentamento dell'attività economica, anche qui più accentuato del previsto, ha limitato la riduzione del disavanzo delle Amministrazioni pubbliche dal 6,8 al 5,2 per cento del PIL, un risultato eccedente l'obiettivo (3,8 per cento). La legge di bilancio per il 1996, presentata lo scorso novembre, dispone sgravi fiscali per i redditi medio-bassi, compensati da inasprimenti dell'imposizione indiretta e da tagli in vari capitoli di spesa, ad eccezione di quelli dell'assistenza sanitaria e dell'istruzione. Nell'ipotesi del governo di crescita del prodotto del 3 per cento, nel 1996 si stima un calo del disavanzo al 3,8 per cento del PIL.

La politica monetaria nei principali paesi industriali ha assunto, negli ultimi mesi del 1995, un tono più disteso, che riflette, in un contesto di rallentamento ciclico, l'attenuarsi dei timori d'inflazione (fig. 4).

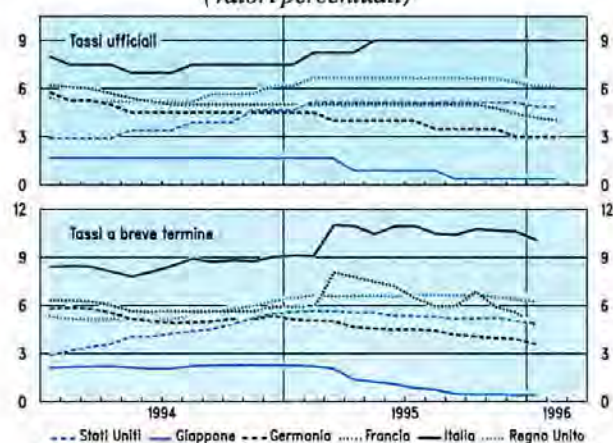
Negli Stati Uniti è proseguita la flessione dei tassi d'interesse a breve termine, avviatasi con l'allentamento delle condizioni monetarie attuato dalla Riserva federale all'inizio di luglio. Il calo dell'inflazione e i segnali di un ritorno a tassi di crescita più moderati, dopo il forte aumento del prodotto nel terzo trimestre, hanno permesso nella seconda metà di dicembre una lieve riduzione del tasso sui *federal funds*, al 5,5 per cento; alla fine di gennaio 1996 il tasso di sconto e quello sui *federal funds* sono stati abbassati di 25 punti base, rispettivamente al 5 e al 5,25 per cento.

In Giappone la politica monetaria è rimasta volta a favorire l'avvio della ripresa e ad agevolare il mi-

glioramento della situazione reddituale e patrimoniale delle istituzioni finanziarie. Dopo la riduzione del tasso di sconto allo 0,5 per cento effettuata lo scorso 8 settembre dalla Banca del Giappone, non sono state attuate altre misure espansive. I tassi d'interesse a breve termine si sono mantenuti bassi (poco al di sopra dello 0,5 per cento); il loro livello risulta però più elevato in termini reali per la tendenziale caduta dei prezzi.

Fig. 4

Tassi d'interesse ufficiali e a breve termine (1) (valori percentuali)



(1) Per i tassi a breve termine, dati medi mensili. Per i tassi ufficiali, dati di fine mese; per il mese di febbraio 1996, ultimo dato disponibile. Per fonti e definizioni cfr. la tav. A5 in Appendice.

Nel Regno Unito il calo dell'inflazione e il rallentamento della crescita hanno consentito, in dicembre, la riduzione del tasso base dal 6,75 per cento, livello su cui era stato mantenuto dal febbraio 1994, al 6,5 per cento; un'ulteriore diminuzione di 25 punti base è stata decisa il 18 gennaio di quest'anno.

Anche nei paesi aderenti agli Accordi europei di cambio si sono avute diminuzioni dei tassi guida e di quelli di mercato a breve termine.

In Germania il calo dell'inflazione, la crescita della moneta al di sotto della fascia obiettivo e il rallentamento congiunturale sono stati all'origine della decisione della Bundesbank di ridurre lo scorso dicembre di mezzo punto percentuale il tasso di sconto e il Lombard, portandoli, rispettivamente, al 3 e al 5 per cento. In gennaio sono diminuiti i tassi sulle operazioni pronti contro termine e quelli di mercato sulle scadenze brevi.

I piani di risanamento della finanza pubblica negli Stati Uniti

Dalla metà degli anni ottanta la politica fiscale nella maggior parte dei principali paesi industriali è stata rivolta all'obiettivo del riequilibrio dei conti pubblici.

Negli Stati Uniti, in particolare, nel 1985 la politica di bilancio fu formalmente assoggettata a regole automatiche di tagli alla spesa, fissate dalla legge Gramm-Rudman-Hollings, che miravano a una graduale riduzione del disavanzo pubblico, sino al suo azzeramento entro il 1991. L'efficacia di tali norme si rivelò tuttavia assai limitata a causa dell'imposizione di un tetto ai tagli di spesa automatici e delle molteplici possibilità di elusione della prevista procedura di controllo: già nel 1986 il disavanzo federale superò di gran lunga l'obiettivo. Nel 1990 fu approvato, su proposta dell'Amministrazione Bush, un nuovo piano, che prevedeva il riequilibrio dei conti pubblici in sei anni. Alla mancata realizzazione degli obiettivi di quel piano contribuirono la recessione dei primi anni novanta e le spese per il salvataggio delle Casse di Risparmio e per la guerra del Golfo.

L'attuale ripresa del dibattito trae origine dalla proposta, presentata dal partito repubblicano alla fine del 1994, di un emendamento costituzionale che prevedeva l'obbligo del pareggio di bilancio entro il 2002. Nonostante che l'emendamento fosse stato respinto dal Senato nel marzo 1995, il Congresso manifestava il fermo intendimento di perseguire il riequilibrio dei conti pubblici nel medio termine.

Nel giugno 1995 il Congresso approvava un piano volto a conseguire il pareggio di bilancio entro il 2002 attraverso tagli alla spesa per complessivi 894 miliardi

di dollari, incentrati per oltre la metà sui programmi di assistenza sanitaria agli anziani (Medicare) e agli indigenti (Medicaid), e sgravi di imposte per un ammontare massimo di 245 miliardi di dollari in sette anni. Tali sgravi erano vincolati alla condizione che il Congressional Budget Office (CBO) ne certificasse ex ante la compatibilità con l'obiettivo dell'azzeramento del disavanzo entro il 2002.

Nel luglio 1995 l'Amministrazione presentava un proprio piano, che recepiva l'obiettivo del pareggio di bilancio, ma lo differiva al 2004. Tale piano era basato su una più graduale riduzione della spesa (intorno a 1.000 miliardi di dollari in nove anni), distribuita in modo da preservare le priorità di intervento pubblico nel campo dell'istruzione, delle infrastrutture e della ricerca scientifica. Gli sgravi fiscali, per complessivi 110 miliardi, erano limitati alle famiglie con reddito medio-basso.

Secondo le stime del CBO, basate su previsioni meno ottimistiche sulle principali variabili economiche e sulle spese per l'assistenza medica a poveri e anziani, il programma dell'Amministrazione si sarebbe limitato a stabilizzare il disavanzo federale intorno al livello di 200 miliardi di dollari tra il 2004 e il 2005.

Il dibattito si è successivamente incentrato sulla possibilità di conciliare i due piani nell'ambito della legislazione che presiede all'attuazione della politica di bilancio. In base alla procedura vigente, il Congresso approva, e sottomette al potere di veto del Presidente, le leggi di stanziamento della spesa discrezionale per il nuovo anno finanziario (appropriation bill) ed eventual-

In Francia l'esaurirsi delle tensioni sul cambio ha permesso, all'inizio di novembre, il ripristino dell'usuale scadenza di 5-10 giorni per le operazioni di rifinanziamento e la riduzione del relativo tasso *pension* al 6,35 per cento (all'inizio di ottobre, queste erano state sostituite con finanziamenti a 24 ore al tasso del 7,25 per cento). Successivamente la Banca

di Francia ha ridotto a più riprese i tassi ufficiali per contrastare il rallentamento del ciclo. Il 18 gennaio, il tasso *pension* veniva abbassato al 5,6 per cento, mentre l'8 febbraio quello d'intervento veniva portato al 3,9; rispetto all'inizio di settembre 1995, la diminuzione era pari a 45 e 110 punti base, rispettivamente.

mente un'ulteriore legge (reconciliation bill) a modifica sia delle disposizioni tributarie sia delle regole di accesso ai programmi direttamente finanziati dallo Stato, che costituiscono la spesa non discrezionale (in particolare assistenza sociale, previdenza e sanità). Sui contenuti di quest'ultima legge si incentra attualmente il serrato confronto politico tra Congresso e Amministrazione.

Nel novembre 1995 il Congresso ha approvato il Balanced Budget Act che, rispetto alle linee di indirizzo definite nel mese di giugno, dispone minori risparmi di spesa per l'assistenza sanitaria, compensati da maggiori tagli per quella sociale, e introduce sgravi di imposte per complessivi 245 miliardi di dollari. Su tali misure il Presidente ha opposto il veto, invitando il Congresso a limitare gli sgravi allo scopo di consentire maggiori spese nei settori dell'istruzione, della ricerca e della protezione ambientale.

Nel frattempo è intervenuta la necessità di innalzare il limite legale alla consistenza del debito pubblico (limite attualmente pari a 4.900 miliardi di dollari), allo scopo di evitare la paralisi finanziaria del governo federale. All'inizio del 1996, dopo l'approvazione di un nuovo esercizio provvisorio, che ha consentito la riapertura degli uffici pubblici rimasti in precedenza chiusi per quasi tre settimane, l'Amministrazione ha presentato un nuovo piano di rientro, poi leggermente rivisto in febbraio, accettando di delegare al CBO la certificazione della coerenza delle misure ivi proposte con l'obiettivo del pareggio di bilancio entro il 2002. Le divergenze con il Congresso riguardano ora sia l'ammontare totale degli interventi, che nel piano dell'Amministrazione non

include ex ante i possibili effetti favorevoli sui tassi di interesse e sulla crescita, sia l'entità relativa dei risparmi di spesa e degli sgravi di imposte, aspetto su cui incidono considerazioni di carattere redistributivo.

In particolare, in aggiunta a pesanti tagli alla spesa nel settore dell'istruzione, che è ritenuto prioritario dall'Amministrazione ai fini della promozione sociale delle famiglie a reddito più basso, il piano del Congresso realizzerebbe l'ingente alleggerimento tributario con misure che appaiono suscettibili di produrre un impatto regressivo sulla distribuzione del reddito. Secondo stime dell'Amministrazione, le famiglie con reddito superiore a 349.000 dollari, che rappresentano solo l'1 per cento del totale, beneficerebbero del 20 per cento degli sgravi, e quelle con reddito superiore a 100.000 dollari (il 12 per cento del totale) beneficerebbero di oltre la metà. A tali valutazioni si aggiunge l'effetto, immediatamente regressivo, che sarebbe prodotto dalla prevista abolizione dei crediti di imposta in favore dei redditi minimi.

Alla luce delle difficoltà di compromesso tra i due piani di risanamento, è probabile che nei prossimi mesi il dibattito si limiti ai temi più urgenti dell'innalzamento del tetto all'indebitamento pubblico, al fine di evitare la paralisi finanziaria, e degli stanziamenti di spesa discrezionale, per consentire lo svolgimento delle funzioni pubbliche nell'esercizio 1996. In questo caso il prelievo tributario e l'allocazione della spesa non discrezionale rimarrebbero soggetti alla legislazione vigente, finché l'Amministrazione e il Congresso non pervengano a un compromesso circa le linee della loro revisione.

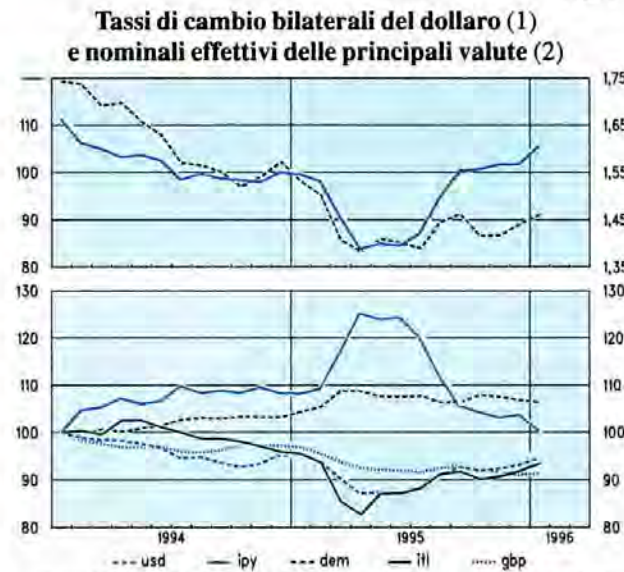
I tassi di cambio e i mercati finanziari

All'inizio del novembre 1995, le quotazioni del dollaro hanno ripreso il moto ascendente dell'estate, attenuatisi i fattori che ne avevano determinato la brusca flessione alla fine di settembre (cfr. *Bollettino Economico*, n. 25, 1995). Le prime indicazioni di una

riduzione dell'avanzo commerciale giapponese, in particolare di quello con gli Stati Uniti, e le aspettative di un calo dei tassi d'interesse a breve termine in Germania hanno sostenuto il dollaro; il suo apprezzamento è stato più marcato nei confronti dello yen. Nei mesi seguenti il miglioramento dei conti con l'estero statunitensi e l'avvio di un riassorbimento dell'avanzo

zo commerciale giapponese determinavano un ulteriore indebolimento dello yen, nonostante il lieve movimento contrario dei differenziali d'interesse a breve termine. Nel gennaio di quest'anno, il rafforzamento del dollaro si manifestava anche nei confronti del marco; a metà febbraio la valuta statunitense si collocava su valori di 106 yen e 1,46 marchi, ritornando in termini nominali effettivi sul livello dell'inizio del 1995. Il marco registrava un apprezzamento del 2,6 per cento, mentre il cambio dello yen, pur fortemente rafforzatosi fino all'aprile 1995, risultava deprezzato del 7,1 per cento (fig. 5).

Fig. 5



Legenda: usd=dollaro statunitense, jpy=yen giapponese, dem=marco tedesco, il=lira italiana, gbp=sterlina inglese.
(1) Espressi in unità di valuta per dollaro. - (2) Ciascuna nei confronti delle altre 14 principali valute; indici: gennaio 1994=100. Un aumento indica apprezzamento della valuta.

Le ampie oscillazioni registrate dalle valute nel corso del 1995 si sono riflesse sui cambi reali. Nel gennaio 1996 il dollaro risultava deprezzato, in termini reali effettivi, dell'1 per cento circa nei confronti del gennaio 1995; lo yen del 9 per cento (del 20 rispetto ad aprile, quando aveva raggiunto un massimo); il marco, invece, registrava una perdita di competitività dell'1 per cento circa.

In Europa, alla fine di ottobre si sono allentate le tensioni tra le valute manifestatesi in settembre per le incertezze sul processo di unificazione monetaria. Le pressioni speculative avevano investito principalmente il franco francese, determinandone un indebo-

limento, nonostante le misure di sostegno adottate dalla Banca di Francia. Le aspettative di riduzione dei tassi ufficiali tedeschi, la ripresa del dollaro e, soprattutto, la percezione dei mercati che il governo francese avrebbe conseguito un contenimento del disavanzo pubblico hanno contribuito alla ripresa del franco. Alla fine di novembre il cambio con il marco era tornato agli stessi livelli della metà di settembre (3,44 franchi per marco).

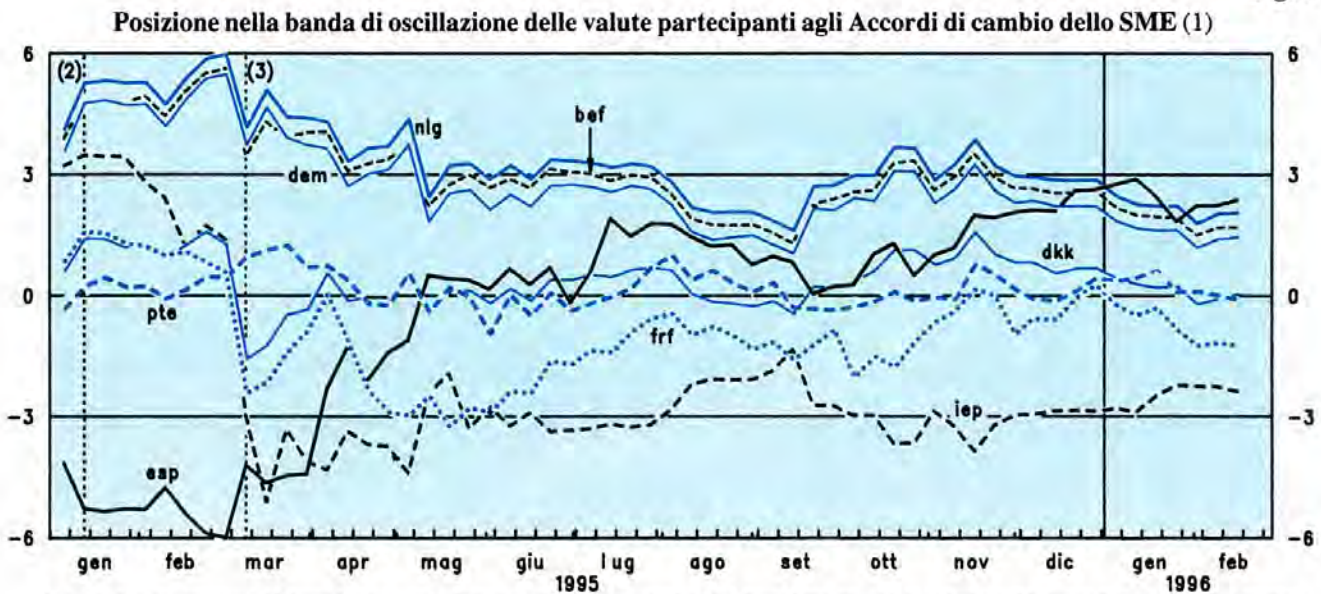
In dicembre la riduzione dei tassi ufficiali in Germania, seguita da analoghe misure in altri paesi della UE, si è accompagnata a un rafforzamento della maggior parte delle valute europee nei confronti del marco; l'apprezzamento è proseguito nelle prime settimane del 1996. Di conseguenza, si è progressivamente ridotta la dispersione delle valute partecipanti agli AEC all'interno della banda di oscillazione (fig. 6).

Nei principali paesi industriali, con l'eccezione del Giappone, i tassi nominali a lungo termine sono diminuiti nella seconda metà del 1995. La riduzione dei rendimenti è stata favorita dal calo dell'inflazione attesa; vi hanno concorso i segni di una minore pressione sulle risorse derivante dal rallentamento delle economie, l'azione della politica monetaria e, negli Stati Uniti, le aspettative del raggiungimento di un accordo tra l'Amministrazione e il Congresso sulle misure per conseguire il pareggio del bilancio federale entro il 2002. La discesa dei tassi d'interesse in termini reali è stata nel periodo più contenuta.

I rendimenti delle obbligazioni decennali negli Stati Uniti e in Giappone si collocano attualmente su valori prossimi a quelli della fine del 1993, prima dell'avvio della manovra restrittiva della Riserva federale; permangono, invece, al di sopra di quei valori in Europa. L'inflazione, corrente e attesa, è in diversi paesi più bassa di allora.

Negli Stati Uniti, rispetto ai livelli raggiunti la scorsa estate, quando l'elevata crescita economica aveva ravvivato i timori di un riaccendersi dell'inflazione, i rendimenti sono scesi di circa 70 punti base al 5,8 per cento. In Europa, tra il luglio 1995 e il gennaio 1996, la riduzione ha assunto dimensioni maggiori, con difformità tra paesi (tav. a6 nell'Appendice). La tendenza si è interrotta in febbraio, con un aumento che ha riportato i rendimenti in Germania al 6,3 per cento (il valore del novembre scorso).

Fig. 6



Legenda: dem=marco tedesco, frf=franco francese, esp=peseta spagnola, nlg=fiorino olandese, bef=franco belga, pte=escudo portoghese, dkk=corona danese, iep=sterlina irlandese.
 (1) Scarti dal centro della banda, in percentuale; dati di fine settimana. Un aumento indica apprezzamento della valuta. - (2) 9 gennaio 1995: entrata dello scellino austriaco negli Accordi di cambio. La posizione nella banda coincide, a meno di trascurabili scostamenti, con quella del marco tedesco. - (3) 6 marzo 1995: modifica dei tassi centrali della peseta e dell'escudo (-7 e -3,5 per cento rispettivamente).

In Giappone, dalla metà del 1995 i rendimenti a lungo termine sono aumentati, riflettendo le attese di una ripresa dell'economia e la decisione del governo di accrescere il ricorso al credito per finanziare la spesa pubblica.

Il deterioramento congiunturale in atto ha trovato conferma in una revisione al ribasso delle aspettative sui tassi a breve termine, desumibili dalla struttura per scadenza dei tassi d'interesse. Il differenziale tra i tassi a un anno e quelli a tre mesi, che in ottobre era nullo negli Stati Uniti e in Europa, in dicembre è diventato negativo. In Francia e in Germania si è nuovamente annullato a metà febbraio; sui mercati prevalgono, pertanto, attese di riduzione dei tassi a breve termine negli Stati Uniti e nel Regno Unito e di stabilità negli altri paesi.

L'assenza di tensioni inflazionistiche e la discesa dei tassi d'interesse a breve scadenza, sia a pronti sia a termine, hanno favorito la crescita delle quotazioni azionarie nel secondo semestre (tav. a6 nell'Appendice). L'aumento dei corsi è stato particolarmente rilevante negli Stati Uniti e in Giappone. I titoli azionari statunitensi, in rialzo dall'inizio del 1995, sono cresciuti del 14 per cento circa tra il giugno 1995 e il gennaio 1996, toccando nuovi massimi storici. In Giap-

pone, le quotazioni azionarie sono cresciute, nello stesso periodo, del 31 per cento circa, riportandosi sui livelli della fine del 1994.

I paesi in via di sviluppo, i paesi dell'Europa centro-orientale e la Russia

Nei paesi in via di sviluppo la crescita prosegue con forza. Gli effetti avversi della crisi finanziaria del Messico sono stati contenuti e i flussi di capitali privati verso le economie emergenti sono rimasti cospicui.

Nei paesi asiatici di recente industrializzazione l'attività produttiva è cresciuta nel 1995 a un tasso analogo a quello dell'anno precedente (7,5 per cento), sospinta dall'aumento delle esportazioni, della domanda interna e degli investimenti diretti, soprattutto dal Giappone. Il saldo delle partite correnti della regione è passato da un attivo di 3,2 miliardi di dollari nel 1994 a un passivo di 7,4 a causa del peggioramento nei conti con l'estero di Thailandia, Malaysia e Corea del Sud. In Cina la riduzione del tasso d'inflazione (dal 21,7 per cento del 1994 a circa il 15,5) è stata conseguita, al costo di un lieve rallentamento della crescita (dall'11,8 nel 1994 al 9,5), attraverso un uso esteso di controlli amministrativi, sui prezzi e sul credito.

Il turnover dei mercati dei cambi e dei prodotti derivati

Sono stati di recente resi noti i risultati delle indagini relative al turnover mondiale del mercato dei cambi e dei prodotti derivati (options, futures, swaps, ecc.) su tassi di cambio, d'interesse, azioni e materie prime. L'indagine è stata curata, nell'aprile dell'anno scorso, dalle banche centrali e dalle autorità monetarie di 26 paesi, con il coordinamento della BRI (1).

Il mercato dei cambi. – L'indagine sul mercato dei cambi viene svolta con cadenza triennale dal 1989. La media giornaliera globale delle transazioni (spot, outright forward e foreign exchange swap) è stata stimata in 1.230 miliardi di dollari (tav. 1), al netto della doppia contabilizzazione (un'operazione tra intermediari situati

in due diversi paesi viene registrata sia nell'uno che nell'altro) e tenuto conto dei dati non segnalati. Nel 1989 e nel 1992 le cifre erano state di 590 e 820 miliardi, rispettivamente.

Nel triennio 1992-95 il tasso di crescita complessivo dell'attività media giornaliera in cambi è accelerato al 50 per cento, dal 39 del triennio 1989-1992. Va tuttavia considerato che il deprezzamento registrato dal dollaro nel periodo intercorso tra le ultime due indagini è stato più pronunciato che nel precedente, contribuendo all'aumento del controvalore in dollari delle transazioni in valute diverse da quella americana; al netto di tale effetto, la crescita risulta in entrambi i trienni pari a circa il 30 per cento.

Tav. 1

Turnover globale del mercato dei cambi (1)
(medie giornaliere in miliardi di dollari e valori percentuali)

VOCI	Aprile 1989		Aprile 1992		Variazioni percentuali 1989-92	Aprile 1995		Variazioni percentuali 1992-95
	Ammontare	Percentuale	Ammontare	Percentuale		Ammontare	Percentuale	
Turnover lordo segnalato	907	100	1.293	100	33	1.867	100	44
Con <i>dealers</i> locali .....	....	....	433	33	....	589	32	36
Con <i>dealers</i> esteri .....	....	....	615	48	....	870	46	41
Con altri .....	....	....	245	19	....	408	22	67
Aggiustamento per la doppia contabilizzazione all'interno dei paesi ...	-189	-	-217	-	-	-295	-	-
Turnover lordo segnalato, al netto della doppia contabilizzazione all'interno dei paesi	718	-	1.076	-	38	1.572	-	46
Aggiustamento per la doppia contabilizzazione tra paesi	-184	-	-291	-	-	-412	-	-
Turnover netto segnalato	534	-	785	-	37	1.160	-	48
Stima dei dati non segnalati	56	-	35	-	-	70	-	-
Turnover netto globale	590	100	820	100	39	1.230	100	50
Spot	350	59	400	49	14	535	43	34
Outright forwards e foreign exchange swaps	240	41	420	51	75	695	57	65

(1) I dati si riferiscono alle transazioni spot, outright forwards e foreign exchange swaps. I dati del 1989 e la variazione percentuale nel triennio 1989-1992 si basano sulle segnalazioni di 21 paesi. I dati per il 1992 e per il 1995 si basano sulle segnalazioni di 26 paesi.

L'analisi della composizione del turnover in cambi per tipo di operazione evidenzia, fra il 1989 e il 1995, l'aumento della quota delle transazioni a termine sul totale, dal 41 al 57 per cento; tale sviluppo è prevalentemente riconducibile all'espansione dei foreign exchange swaps, il cui volume nel 1995 era pari a circa sei volte quello degli outright forwards. Circa due terzi delle transazioni complessive sul mercato dei cambi si svolgono tra dealers e solo un terzo con clientela.

Fra il 1989 e il 1995 la percentuale degli scambi effettuati in dollari si è ridotta, dal 45 al 43 per cento del turnover globale; la quota in marchi è aumentata di 4 punti percentuali, al 19 per cento.

L'esame della ripartizione geografica degli scambi valutari mostra, nel periodo 1989-1995, un'ulteriore concentrazione nel Regno Unito, dove si svolge il 30 per cento delle transazioni; è rimasta stabile, al 16 per cento,

la quota di mercato degli Stati Uniti; si sono progressivamente ridotte quelle del Giappone, al 10 per cento, di Hong Kong e Singapore, complessivamente al 13 per cento; quella dell'Italia è rimasta all'1 per cento.

Il mercato dei prodotti derivati. – L'indagine sul turnover degli strumenti finanziari derivati (la prima nel suo genere) si è concentrata sul mercato mondiale non regolamentato (over-the-counter) di questi prodotti, sebbene siano stati censiti anche gli scambi svolti sui mercati regolamentati. La rilevazione verrà in futuro condotta con cadenza regolare dalle autorità monetarie dei paesi partecipanti.

L'indagine sui mercati over-the-counter ha avuto come oggetto sia l'ammontare nozionale sia il valore lordo di mercato (2) dei contratti relativi a derivati su tassi di cambio, d'interesse, azioni e materie prime.

Tav. 2

**Ammontare nozionale globale e valore lordo di mercato dei contratti
in strumenti derivati in essere al 31 marzo 1995**
(miliardi di dollari)

VOCI	Contratti over-the-counter relativi a derivati su:							
	Tassi di cambio		Tassi di interesse		Azioni e indici di borsa		Materie prime	
	Ammontare nozionale	Valore lordo di mercato	Ammontare nozionale	Valore lordo di mercato	Ammontare nozionale	Valore lordo di mercato	Ammontare nozionale	Valore lordo di mercato
Ammontare complessivo (1)	13.153	1.021	26.645	646	599	50	317	28
Con dealers	7.221	515	15.732	349	206	25	71	5
Locali	2.577	197	6.756	156	....	....	....	....
Esteri	4.643	317	8.976	193	....	....	....	....
Con altre istituzioni finanziarie	2.798	177	6.566	156	....	....	....	....
Locali	1.061	61	2.910	55	....	....	....	....
Estere	1.737	115	3.656	101	....	....	....	....
Con altra clientela	3.132	329	4.347	139	387	24	245	23
Locale	2.044	189	2.583	69	....	....	....	....
Estera	1.088	140	1.763	69	....	....	....	....

(1) Depurato della doppia contabilizzazione all'interno di ciascun paese e tra paesi. – (2) I dati sono incompleti a causa della mancata segnalazione delle operazioni outright forwards e foreign exchange swaps da parte delle istituzioni finanziarie del Regno Unito.

Al 31 marzo 1995 l'ammontare nozionale dei contratti in essere, depurato della doppia contabilizzazione tra paesi, era di 40.700 miliardi di dollari; il valore lordo di mercato risultava di 1.700 miliardi di dollari (pari al 4 per cento dell'ammontare nozionale); il turnover medio giornaliero globale nel mese di aprile 1995, limitatamente all'ammontare nozionale dei derivati su tassi di cambio e d'interesse, era di 839 miliardi di dollari.

Il 65 per cento dell'ammontare nozionale era costituito da contratti su tassi d'interesse, circa un terzo da contratti su tassi di cambio, mentre una quota minima (2 per cento) riguardava i derivati su azioni e materie prime (tav. 2).

In termini di valore lordo di mercato, tuttavia, era prevalente la quota dei contratti su tassi di cambio (59 per cento). Va però tenuto presente che il valore di mercato potrebbe essere stato gonfiato dalla forte volatilità dei cambi nella primavera del 1995: questo valore infatti dipende, a parità di altre condizioni, dalla volatilità del prezzo dell'attività sottostante.

Gli strumenti maggiormente utilizzati risultavano essere, nell'ordine, gli swaps su tassi d'interesse (45 per cento dell'ammontare nozionale complessivo), le operazioni a termine in cambi (21 per cento) e i forward rate agreements su tassi d'interesse (11 per cento). Le opzioni contavano per il 16 per cento, di cui oltre la metà relative a tassi d'interesse. Nei contratti relativi ad azioni le opzioni costituivano il 91 per cento del totale.

Circa il 58 per cento degli ammontari nozionali delle transazioni in derivati riguardava dealers, il restante 42 per cento istituzioni finanziarie e altra clientela. Il 56 per cento di tutti i contratti era con controparti estere, a dimostrazione del carattere globale del mercato dei derivati.

Il dollaro copriva il 46 per cento delle operazioni in derivati su tassi di cambio, lo yen il 28 e il marco il 16; le rispettive quote per i contratti su tassi d'interesse erano del 35, 21 e 1 per cento. Fra i contratti su indici azionari, il 46 per cento riguardava indici europei; la metà dei contratti su materie prime riguardava l'oro.

Come per il turnover sul mercato dei cambi, anche per quello dei derivati scambiati sui mercati over-the-

counter la graduatoria vedeva al primo posto il Regno Unito, con 351 miliardi di dollari di scambi medi giornalieri (3), seguito dagli Stati Uniti con 164 miliardi e dal Giappone con 138, a conferma della tendenza alla concentrazione dell'attività in derivati sui maggiori mercati valutari e finanziari.

Il nostro paese si trovava al quattordicesimo posto, insieme con la Spagna, per quanto riguarda l'attività in derivati su cambi, con transazioni medie pari a 12 miliardi di dollari di controvalore al giorno; era di minore rilievo in Italia l'attività in derivati su tassi d'interesse (2 miliardi di dollari); questi venivano trattati anche sui mercati regolamentati italiani, per un importo pari a circa 3 miliardi di dollari.

L'ammontare nozionale dei contratti negoziati sui mercati regolamentati dei paesi partecipanti all'indagine (4) ammontava a 16.600 miliardi di dollari al 31 marzo 1995, al lordo della doppia contabilizzazione (5); il 95 per cento era rappresentato da futures e options su tassi d'interesse, con un turnover medio giornaliero di 1.121 miliardi di dollari. Il maggiore volume di scambi medi giornalieri si svolgeva in Giappone (451 miliardi), seguito dal Regno Unito e dagli Stati Uniti.

(1) I risultati preliminari per il nostro paese sono stati illustrati nel riquadro: Il turnover sul mercato dei cambi in Italia, Bollettino Economico, n. 25, 1995.

(2) L'ammontare nozionale è definito come il valore facciale del contratto; la somma degli ammontari nozionali intende fornire una stima del volume complessivo del mercato. Il valore lordo di mercato (gross market value) rappresenta invece il costo di sostituzione del contratto, ovvero il costo sul mercato, ai prezzi correnti, di un contratto con le stesse caratteristiche di quello in essere; tale valore è stato calcolato, nell'indagine, ai prezzi di mercato del 31 marzo 1995. Per un approfondimento della metodologia di calcolo del valore di mercato, cfr. BIS, Issues on measurement related to market size and macroprudential risks in derivatives markets, Basle, 1995.

(3) I dati nazionali non sono depurati della doppia contabilizzazione tra i paesi.

(4) Non vi è in questo caso una stima del valore nozionale globale dei contratti stipulati.

(5) Per questo motivo, il dato sui mercati regolamentati non è paragonabile a quello relativo ai mercati over-the-counter.

In America latina le conseguenze della crisi finanziaria del Messico sono state più limitate di quanto inizialmente temuto; nella maggior parte dei paesi le politiche economiche sono rimaste orientate alla stabilità. Gran parte del rallentamento congiunturale è addebitabile al crollo dell'attività produttiva in Messico, ridottasi del 6 per cento per effetto delle politiche tese a contrastare la crisi finanziaria; in Argentina e in Brasile la crescita è fortemente rallentata. Progressi ragguardevoli sono stati conseguiti nel contenimento dell'inflazione, scesa, per l'intera regione, a circa il 20 per cento lo scorso anno. Escludendo il Messico, il cui passivo con l'estero si è pressoché annullato, il disavanzo delle partite correnti si è aggravato, salendo a circa 32 miliardi di dollari nel 1995, dai 19 miliardi dell'anno precedente.

Nei paesi dell'Europa centrale e orientale la ripresa produttiva si è consolidata, con tassi di crescita nel 1995 compresi tra l'1 per cento dell'Ungheria e il 6-6,5 per cento della Repubblica slovacca e della Polonia. Ne è conseguita, soprattutto in Bulgaria e in Polonia, una riduzione del tasso di disoccupazione, che rimane pur sempre elevato in tutti i paesi ad eccezione della Repubblica ceca. Per l'insieme di questi paesi, il fattore trainante della crescita è stato la forte espansione delle esportazioni. L'inflazione rimane molto elevata, più moderata nella Repubblica ceca (9 per cento), nella Repubblica slovacca (10 per cento) e nella Slovenia (14 per cento).

In Russia si registrano i primi segnali di ripresa. La caduta del prodotto è fortemente rallentata: dal 15 per cento nel 1994 essa si dovrebbe limitare al 4 nel 1995. L'inflazione è scesa al 140 per cento dal 226 nel 1994, nonostante gli effetti di politiche economiche più espansive sul finire dell'anno. Il saldo delle partite correnti dovrebbe aver segnato un avanzo di 3,4 miliardi di dollari.

Nei mesi immediatamente successivi alla crisi del Messico le opportunità di ricorso ai mercati finanziari internazionali si erano fortemente ridotte per il complesso dei paesi in via di sviluppo; le quotazioni sul mercato secondario dei loro titoli obbligazionari avevano subito cali. Tuttavia, il sostegno della comunità internazionale al Messico, la severità delle politiche di stabilizzazione attuate in questo come in altri paesi soggetti a rischio di contagio e la riduzione dei tassi

d'interesse nei principali paesi industriali hanno favorito nel corso del 1995 la ripresa di ampi flussi finanziari verso le economie emergenti.

Secondo dati preliminari, l'afflusso di capitali privati verso tali economie è rimasto pressoché invariato rispetto al 1994, intorno ai 175 miliardi di dollari, di cui circa metà rappresentata da investimenti azionari. La composizione geografica dei flussi ha però risentito della crisi messicana: mentre gli investimenti nei paesi dell'America latina sarebbero scesi a 37 miliardi di dollari nel 1995 dai 61 miliardi nel 1994, quelli nei paesi asiatici e dell'Europa centrale e orientale sarebbero saliti, rispettivamente, da 88 a 94 e da 13 a 31 miliardi di dollari.

Le prospettive

Il rallentamento ciclico che si è osservato negli ultimi mesi del 1995 nelle economie industrializzate suggerisce di rivedere al ribasso gli scenari di crescita. Gli organismi internazionali prefiguravano lo scorso autunno (cfr. *Bollettino economico*, n. 25, 1995) un aumento del PIL nell'insieme dei paesi industriali pari al 2,5 per cento nel 1996. Sulla base delle valutazioni più recenti, l'aumento potrebbe essere ora contenuto a non più del 2 per cento, principalmente per la decelerazione dell'attività in Europa. Negli Stati Uniti l'economia crescerebbe di circa il 2 per cento; anche in Giappone, dopo quattro anni di ristagno, la ripresa darebbe luogo a uno sviluppo del PIL vicino al 2 per cento. La crescita del commercio mondiale, pari a circa l'8 per cento nel 1995, calerebbe di circa due punti. L'inflazione non supererebbe, nell'insieme dei paesi industriali, il 2,5 per cento. Per quanto concerne i disavanzi esterni, l'attivo giapponese di parte corrente dovrebbe ulteriormente contrarsi e si confermerebbe la tendenza, manifestatasi sul finire del 1995, verso una riduzione dell'ingente passivo delle partite correnti degli Stati Uniti.

In Europa il peggioramento della congiuntura è stato già incorporato nelle stime ufficiali e private. In Germania la più recente previsione del governo indica per il 1996 un tasso di crescita del PIL dell'1,5 per cento, a fronte del 2,9 che gli istituti internazionali prevedevano nello scorso autunno. Anche per la

Francia recenti stime segnalano una forte riduzione del tasso di sviluppo, che nel 1996 dovrebbe collocarsi tra l'1,5 e il 2 per cento. I più bassi tassi di crescita si dovrebbero riflettere negativamente sull'andamento dei disavanzi pubblici in rapporto al PIL. Si stima, infatti, che, per gran parte delle economie europee, una riduzione di un punto percentuale della crescita del prodotto determini un peggioramento del disavanzo del settore pubblico in rapporto al PIL di circa mezzo punto.

Per favorire il rilancio dell'economia il governo tedesco ha predisposto un programma indirizzato a incentivare gli investimenti e a ridurre la disoccupazione, con l'obiettivo di dimezzare quest'ultima entro la fine del decennio. Fra le principali misure sono contemplati sgravi fiscali in favore di nuove iniziative imprenditoriali e finanziamenti per la ricerca e lo

sviluppo di nuovi prodotti; per il 1997 è prevista la riforma del sistema tributario, che dovrebbe articolarsi in modifiche dell'imposizione sulle società e nella riduzione dell'aliquota della sovrattassa di solidarietà dal 7,5 al 5,5 per cento. Entro il 2000 verrebbe rivisto l'intero sistema di aliquote fiscali. Al fine di favorire l'occupazione, si ridurrebbero i contributi sociali; verrebbe esteso a ventiquattro mesi il limite per i rapporti di lavoro a tempo determinato e riformata la legge sul licenziamento.

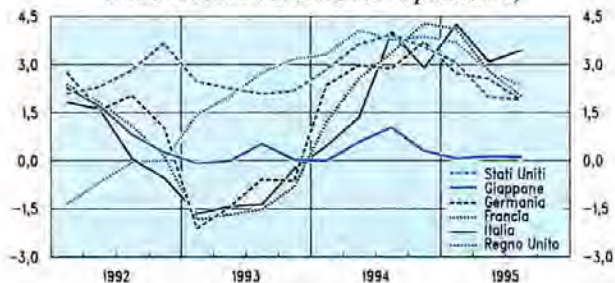
Anche il governo francese ha preso misure di sostegno alla domanda, tese a favorire i consumi e a rilanciare il settore delle costruzioni. In particolare, il rendimento dei risparmi postali e il costo del credito al consumo sono stati ridotti. Tali provvedimenti dovrebbero avere conseguenze limitate sul bilancio dello Stato.

La congiuntura e la bilancia dei pagamenti in Italia

In Italia l'espansione dell'attività produttiva è proseguita con un ritmo sostenuto. Nei primi nove mesi del 1995 il prodotto interno lordo è aumentato del 3,6 per cento rispetto al corrispondente periodo del 1994: il tasso di crescita più alto fra i principali paesi industriali (fig. 7). Nell'ultima parte dell'anno si sono manifestati segni di rallentamento. La crescente incertezza sulle prospettive di sviluppo della domanda estera ha frenato la richiesta di beni di investimento. Il peggioramento del clima di fiducia delle famiglie ha contenuto la domanda per consumi.

Fig. 7

Crescita del prodotto interno lordo nelle principali economie industriali
(dati trimestrali destagionalizzati; variazioni sul trimestre corrispondente)



Fonte: statistiche nazionali.
(1) Prodotto nazionale lordo per il Giappone.

Nei primi nove mesi del 1995 le esportazioni sono aumentate di oltre il 14 per cento in quantità, rafforzando ulteriormente il proprio contributo all'espansione dell'attività produttiva. La crescita delle importazioni, moderata dal miglioramento della competitività delle merci italiane, è risultata minore (11,4 per cento). Il saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti ha registrato nel periodo tra gennaio e ottobre un forte attivo (oltre 36.000 miliardi, quasi 17.000 miliardi in più rispetto agli stessi mesi del 1994). Il profilo di crescita delle esportazioni è stato però calante nel corso dell'anno; nel terzo trimestre esse sono diminuite, a prezzi costanti e depurate dalla stagionalità, dello 0,4 per cento rispetto al periodo precedente. Alla flessione ha contribuito il rallenta-

mento congiunturale delle maggiori economie europee.

Anche l'accumulazione di capitale, pur sostenuta da ampi margini di autofinanziamento, dagli incentivi fiscali e da un livello della capacità utilizzata prossimo a quello registrato in corrispondenza del picco ciclico del 1989, ha mostrato nel terzo trimestre una decelerazione; la crescita era stata peraltro assai intensa nella prima parte dell'anno. I consumi delle famiglie hanno segnato nello stesso periodo una dinamica moderata (1,2 per cento rispetto al corrispondente trimestre del 1994, solo un terzo di quella del PIL). I consumi sono stati frenati dal modesto aumento del monte retributivo lordo, dovuto anche all'andamento insoddisfacente dell'occupazione, e dal peggioramento delle aspettative sui redditi futuri. Su queste ultime potrebbero avere influito gli interventi sul fronte previdenziale e, più in generale, le attese di ulteriori iniziative necessarie per il riequilibrio dei conti pubblici.

Dato il minore orientamento alle esportazioni del sistema produttivo del Sud, in una fase ciclica in cui l'espansione della domanda estera ha avuto un notevole rilievo, i divari territoriali nel mercato del lavoro si sono accentuati: nelle regioni del Centro-Nord il numero degli occupati era aumentato, in ottobre, di 143.000 unità (1,0 per cento) rispetto a dodici mesi prima; nel Mezzogiorno era invece diminuito di 62.000 unità (-1,1 per cento). Nel complesso, l'aumento è stato pari allo 0,4 per cento. Inoltre, le imprese hanno continuato a far fronte al maggior bisogno di *input* di lavoro accrescendo l'intensità della prestazione lavorativa e richiamando i lavoratori temporaneamente posti in Cassa integrazione.

Il prodotto lordo e la domanda aggregata

Alla crescita dell'attività economica hanno concorso sia la domanda estera sia quella interna; il contributo relativo della prima componente è andato declinando, dall'estate, in favore della seconda.

Il notevole recupero di competitività dovuto al contenimento del costo unitario del lavoro e al deprezzamento del cambio è all'origine dell'aumento delle quote di mercato dei prodotti italiani sui mercati esteri. Nei primi nove mesi dell'anno il contributo delle esportazioni nette alla crescita del PIL è stato di circa un punto percentuale. Alla flessione della domanda estera nel terzo trimestre ha fatto riscontro una decelerazione delle importazioni (dal 2,6 all'1,6 per cento sul trimestre precedente).

Nella media dei primi nove mesi la domanda interna ha concorso per oltre due punti e mezzo all'aumento del prodotto. L'incremento nel terzo trimestre è interamente attribuibile alla voce di contabilità nazionale che include le scorte e le discrepanze statistiche tra la stima della domanda e quella dell'offerta. La ricostituzione dei magazzini, favorita dalla flessione dei corsi delle materie prime, ha più che compensato la riduzione registratasi nel trimestre primaverile.

L'attività di investimento, sollecitata dalla positiva evoluzione della domanda, specie di quella estera, e dagli elevati livelli di utilizzazione della capacità, è stata agevolata dalla disponibilità di ampi margini di autofinanziamento (cfr. il capitolo: *L'andamento dei prezzi*). Gli incentivi fiscali hanno favorito l'anticipazione dei programmi di spesa in beni capitali. Nei primi nove mesi gli investimenti sono cresciuti del 6,5 per cento rispetto al corrispondente periodo del 1994. Nel terzo trimestre l'aumento è stato dell'1,0 per cento rispetto a quello precedente.

Il tasso di crescita degli investimenti in Italia nel 1995 è stato superiore a quello dei principali paesi europei. D'altronde, anche la flessione del biennio 1992-93 era stata maggiore in Italia che in Francia e Germania, e comparabile a quella registrata nel Regno Unito all'inizio degli anni novanta. Il livello degli investimenti in quantità è rimasto comunque inferiore a quello raggiunto nel 1991.

La spesa in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto è risultata particolarmente intensa: l'incremento nei primi tre trimestri è stato del 13,7 per cento rispetto al corrispondente periodo del 1994. L'ottimismo sulle prospettive della domanda, che in primavera si era di nuovo diffuso tra le imprese, soste-

nendone le decisioni di investimento, è declinato alla fine dell'estate, per il deteriorarsi delle attese sull'evoluzione dell'economia italiana e internazionale. L'indicatore del "clima di opinione" delle imprese industriali sulla situazione economica del Paese, rilevato mensilmente dall'Isco, ha segnato nell'ultima parte del 1995 una flessione.

Dopo un lungo periodo di crisi, anche la domanda di investimenti in costruzioni ha mostrato segni di miglioramento nella seconda parte dell'anno. Sebbene nel complesso dei primi nove mesi tali investimenti siano diminuiti dello 0,9 per cento nei confronti dello stesso periodo del 1994, nel terzo trimestre essi sono aumentati dell'1,4 per cento, sempre rispetto all'anno precedente. L'inversione di tendenza è confermata dai risultati delle inchieste condotte dall'Isco presso un campione di imprese di costruzioni. Un segnale del possibile superamento della fase di difficoltà è dato dal notevole aumento degli appalti per lavori pubblici.

La spesa privata per consumi, come già nel 1994, non ha seguito il ritmo di sviluppo delle esportazioni e degli investimenti: i consumi finali delle famiglie sono cresciuti nei primi nove mesi dell'anno dell'1,3 per cento. Riflettendo il forte sviluppo degli acquisti in Italia dei non residenti, collegato con i flussi turistici commentati più avanti, i consumi dei residenti sono aumentati di poco più dello 0,5 per cento. Il livello di spesa delle famiglie italiane resta quindi al di sotto di quello raggiunto nel 1991.

Sono cresciute più della media la spesa per beni durevoli (2,6 per cento in più nei primi nove mesi rispetto allo stesso periodo del 1994) e quella per servizi (2,5). La spesa per beni di consumo semidurevoli e non durevoli, in particolare alimentari, è rimasta stabile. Secondo indagini specializzate, trasformazioni nel settore distributivo avrebbero favorito lo spostamento delle preferenze dei consumatori verso prodotti con prezzo più contenuto.

Le cause della lenta dinamica dei consumi privati sono state già discusse nel precedente numero di questo Bollettino. Il reddito disponibile lordo delle famiglie consumatrici dovrebbe essere rimasto pressoché costante in termini reali nella media dell'anno; corretto per la perdita di potere d'acquisto sulle attività finanziarie non indicizzate e denominate in lire, potreb-

be avere segnato una flessione. L'aumento del monte retributivo lordo è stato modesto (3,2 per cento a prezzi correnti), a fronte di una crescita molto più accentuata dei redditi da lavoro autonomo, impresa e proprietà, come segnala l'incremento del risultato lordo di gestione dell'intera economia (13,6 per cento). La ridotta dinamica del complesso delle retribuzioni è dipesa sia da aumenti contenuti dei salari pro capite (4,4 per cento nel settore privato, una riduzione di circa l'1 per cento in termini reali) sia dagli andamenti non favorevoli dell'occupazione (cfr. il paragrafo: *L'occupazione*). A contenere la propensione al consumo delle famiglie ha concorso il clima di fiducia: dopo un breve miglioramento nella parte centrale dell'anno, da settembre esso ha ripreso a peggiorare, per la maggiore incertezza sulle prospettive future dell'occupazione e del reddito (fig. 8).

Fig. 8

Clima di fiducia, attese di disoccupazione e percezione delle condizioni economiche del Paese nelle famiglie consumatrici (1)



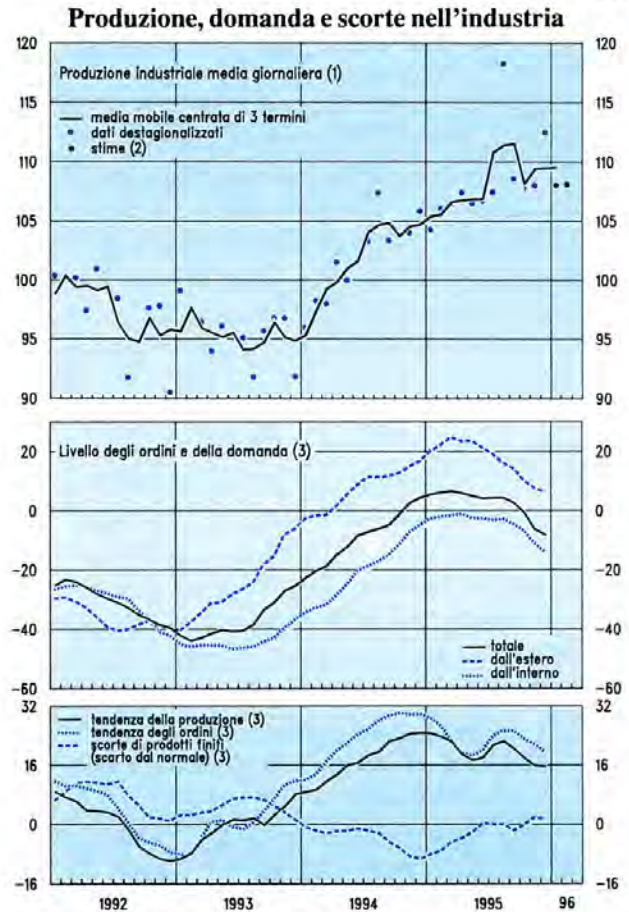
Fonte: elaborazioni su dati Isco.

(1) Fino al 1994 nei mesi di agosto non si effettuavano rilevazioni; i dati venivano calcolati come medie semplici di quelli adiacenti. Dal gennaio 1995 l'intervista viene svolta per via telefonica e non più diretta; inoltre, l'intervistato non è più il capofamiglia, ma un qualsiasi membro adulto che contribuisce alla formazione del reddito familiare. - (2) Indice: 1980=100. - (3) Quota di intervistati che prevedono un peggioramento della situazione economica del Paese nei successivi 12 mesi; indice: 1986=100. - (4) Quota di intervistati che prevedono un incremento della disoccupazione nei successivi 12 mesi; indice: 1986=100.

L'andamento settoriale del prodotto

Il valore aggiunto a prezzi costanti nei settori manifatturieri è cresciuto con tassi elevati nei primi tre trimestri del 1995 (6,2 per cento); la produzione industriale è aumentata, nell'anno, del 5,3 per cento (fig. 9).

Fig. 9



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Isco-ME.

(1) Indice: 1990=100. Dati rettificati per il diverso numero di giornate lavorative nel mese. - (2) Basate sui consumi elettrici e sull'indicatore Isco-ME "Tendenza della produzione". - (3) Medie mobili di 3 termini dei saldi fra le risposte positive ("alto", "in aumento") e negative ("basso", "in diminuzione") date dagli operatori nelle inchieste Isco-ME. Dati destagionalizzati ad eccezione delle scorte di prodotti finiti.

Nella seconda parte dell'anno la produzione nell'industria ha mostrato una variabilità elevata. L'aumento dell'indice destagionalizzato della produzione media giornaliera nel terzo trimestre del 1995 è dovuto in gran parte al dato eccezionalmente alto di agosto. Nell'ultimo trimestre il livello produttivo è rimasto pressoché invariato rispetto al precedente grazie al forte aumento registrato in dicembre. Stime ba-

sate sui consumi di elettricità e su indicatori congiunturali segnalano nei primi due mesi del 1996 una flessione (-1,2 per cento) rispetto al quarto trimestre del 1995.

Un rallentamento dell'attività industriale è segnalato anche dai sondaggi mensili presso le imprese. Dalla fine dell'estate essi mostrano una decelerazione degli ordinativi, sia dall'interno sia dall'estero, e un peggioramento delle attese di produzione, particolarmente forte per le industrie produttrici di beni di investimento.

Le dinamiche settoriali nel comparto manifatturiero sono risultate molto differenziate, a causa del diverso ritmo di crescita delle varie componenti della domanda. Nell'anno la produzione di beni di investimento è cresciuta del 14,3 per cento, contro un incremento di quella di beni intermedi e di consumo rispettivamente del 4,0 e 3,3 per cento (fig. 10). In tutti i settori, peraltro, i margini di capacità produttiva inutilizzata si sono assottigliati. Altrettanto marcata è stata la diversità degli andamenti dal punto di vista territoriale. All'espansione sostenuta nelle regioni del Centro-Nord, e in particolare in quelle del Nord-Est, dove maggiore è la presenza di imprese esportatrici, ha corrisposto una ripresa debole o nulla nelle regioni meridionali.

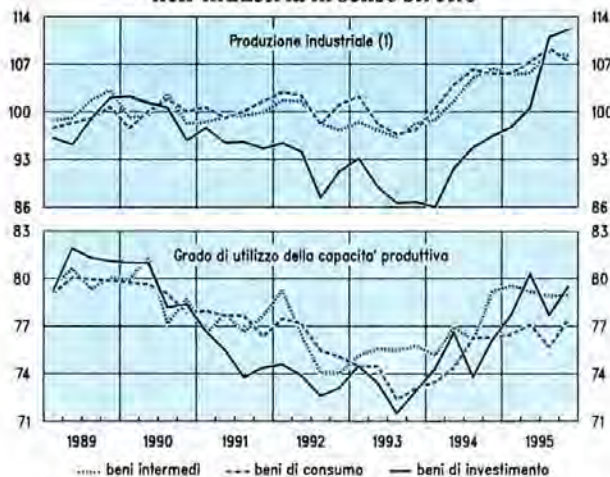
L'attività terziaria è cresciuta meno di quella manifatturiera, risentendo del lento sviluppo dei consumi delle famiglie. Nei primi nove mesi dell'anno il valore aggiunto è aumentato del 3,3 per cento rispetto allo stesso periodo del 1994. L'indice delle vendite nel commercio è salito, nello stesso periodo, del 4,9 per cento a prezzi correnti. La crescita è stata maggiore nella grande distribuzione che nella piccola (7,1 contro 4,5 per cento). Il numero di imprese nel settore del commercio e delle riparazioni si è ridotto anche nel 1995 (-0,5 per cento nei dati di fonte camerale). La contrazione è stata più intensa per le ditte individuali: è dunque proseguito il processo di concentrazione nel settore.

L'andamento del cambio ha consentito un miglioramento della competitività di prezzo delle strutture turistiche italiane, accelerandone lo sviluppo. Nel periodo gennaio-agosto, le presenze complessive nelle strutture turistiche sono aumentate del 5,3 per cento rispetto allo stesso periodo del 1994. Le presenze degli stranieri sono aumentate del 13,3 per cento, mentre quelle degli italiani sono lievemente diminuite (-1,0 per cento).

Il comparto dei trasporti ha beneficiato della vivacità dell'attività industriale e delle esportazioni. Il traffico merci su ferrovia (in tonnellate/chilometro) è cresciuto, nella media dell'anno, dell'8,7 per cento rispetto al 1994; risultati meno favorevoli sono stati invece registrati nel trasporto di merci per via aerea. Il traffico passeggeri ha risentito della flessione del turismo interno: nel 1995 i passeggeri per chilometro nelle ferrovie sono aumentati dello 0,8 per cento, mentre il numero di viaggiatori sulle linee aeree è lievemente cresciuto nei primi nove mesi dell'anno, soprattutto a causa degli incrementi nel servizio internazionale.

Fig. 10

Produzione e grado di utilizzo della capacità produttiva, per destinazione economica, nell'industria in senso stretto



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Isco-ME.
(1) Indici: 1990=100. Dati destagionalizzati. Il dato del quarto trimestre del 1995 è provvisorio.

L'occupazione

La moderata ripresa dell'occupazione nel corso del 1995 fa seguito a tre anni di caduta. Il minimo ciclico è stato toccato nella rilevazione delle forze di lavoro del gennaio 1995. Al forte aumento in primavera è seguita una fase di crescita più modesta in estate e nell'autunno. In ottobre il numero di occupati, corretto per la stagionalità, era superiore di 150.000 unità rispetto a gennaio (fig. 11). Nella media delle quattro rilevazioni dell'anno, l'occupazione ha ancora mo-

strato una flessione rispetto al 1994 (110.000 unità, pari allo 0,5 per cento).

Fig. 11

Occupazione complessiva nell'indagine sulle forze di lavoro
(dati raccordati e destagionalizzati (1); migliaia di persone)



Fonte: elaborazioni e stime su dati Istat.

(1) La procedura di ricostruzione delle serie storiche dell'occupazione è descritta nella Relazione annuale sul 1994. - (2) Dall'ottobre 1992 l'indagine viene condotta con un nuovo questionario.

Le imprese hanno diminuito ulteriormente il ricorso alla Cassa integrazione guadagni. Il numero di occupati equivalente alle ore concesse di CIG è sceso a circa 140.000 nell'ultimo trimestre dell'anno, pressoché dimezzandosi rispetto all'inizio del 1994. Anche le ore di straordinario sono nel complesso cresciute, come segnala la rilevazione presso le grandi imprese, sebbene dopo l'estate si sia rilevata una modesta flessione. Nella media dell'anno la quantità di lavoro effettivamente impiegata è quindi rimasta sostanzialmente stabile.

La crescita del prodotto è stata ottenuta dalle imprese sfruttando i margini di miglioramento concessi dalla tecnologia e dall'organizzazione produttiva. Nei primi tre trimestri del 1995 il prodotto per unità di lavoro sarebbe aumentato, nel comparto dei beni e servizi destinabili alla vendita, del 4,2 per cento ri-

spetto allo stesso periodo del 1994; nel settore industriale l'incremento appare essere stato ancora più elevato.

In quest'ultimo settore il numero degli occupati è risultato in ottobre dell'1,1 per cento inferiore rispetto allo stesso mese del 1994. L'indagine sulle imprese industriali con più di 500 addetti, disponibile per i primi dieci mesi dell'anno, ha segnalato un rallentamento del calo della manodopera, anche tenendo conto del minore ricorso alla CIG. I sondaggi congiunturali condotti mensilmente presso le imprese manifatturiere indicano una sostanziale stazionarietà del numero di addetti nella parte finale dell'anno.

L'occupazione in edilizia è diminuita nel corso dell'anno, ma con un ritmo decrescente. In ottobre la flessione è stata dello 0,8 per cento rispetto a dodici mesi prima. Nel periodo gennaio-luglio la riduzione era stata di circa il 3 per cento rispetto ai corrispondenti mesi del 1994.

Sempre in ottobre l'aumento dell'occupazione nel complesso del settore terziario è stato del 2,0 per cento rispetto allo stesso mese del 1994. La crescita ha riguardato tutti i comparti, ad eccezione delle Amministrazioni pubbliche. In particolare, nel commercio sembrerebbe essersi conclusa la fase di contrazione della manodopera: in ottobre, l'occupazione in questo settore è cresciuta dell'1,2 per cento sui dodici mesi.

L'incremento nel terziario è dovuto in primo luogo all'aumento delle posizioni lavorative indipendenti. In ottobre il numero di lavoratori autonomi è cresciuto del 3,5 per cento rispetto a dodici mesi prima; di quelli alle dipendenze, dell'1,4 per cento. L'espansione congiunturale ha favorito la crescita di alcuni settori dei servizi alla produzione, caratterizzati dalla forte presenza di ditte individuali: è il caso, ad esempio, delle imprese di informatica e di quelle di intermediazione finanziaria, il cui numero è aumentato nel 1995, secondo le anagrafi camerali, di oltre il 6 per cento rispetto all'anno precedente. Inoltre, in una fase di incertezza sull'evoluzione della domanda, le imprese potrebbero avere preferito il ricorso a rapporti di lavoro più flessibili, privilegiando la collaborazione con lavoratori autonomi piuttosto che l'assunzione di dipendenti.

Tav. 2

Occupati nell'indagine sulle forze di lavoro, per settori e per area geografica, nel 1995 (1)
(variazioni percentuali rispetto all'anno precedente)

AREA	Agricoltura	Industria in senso stretto	Costruzioni	Commercio	Altre attività (2)	Totale
Nord-Est	-2,2	0,6	-1,9	-1,7	2,6	0,6
Nord-Ovest	-2,5	-2,7	0,5	0,0	2,2	-0,1
Centro	-7,2	0,7	2,1	-0,6	0,5	-0,1
Sud e Isole	-6,7	-1,5	-6,3	-1,1	-0,5	-2,2
Totale	-5,2	-1,1	-2,4	-0,7	1,1	-0,5

Fonte: Indagine sulle forze di lavoro, Istat.

(1) Media delle quattro rilevazioni nell'anno. - (2) Escluso il commercio.

Si sono accentuate le disuguaglianze tra aree geografiche. Le regioni del Nord-Est sono state le uniche che hanno mostrato aumenti sostanziali dell'occupazione, in particolare nel settore manifatturiero e in quello dei servizi diversi dal commercio (tav. 2). Al contrario, il numero degli occupati nelle regioni del Sud e delle Isole ha continuato a diminuire, specie nel settore delle costruzioni, pur se con ritmi decrescenti.

La disoccupazione è rimasta sugli alti livelli registrati nel gennaio 1995. Nella media delle quattro rilevazioni dell'anno, il tasso di disoccupazione è aumentato, passando al 12,0 per cento dall'11,3 del 1994. In ottobre esso è stato pari al 12,1 per cento. Tenendo conto della stagionalità, quest'ultimo dato corrisponde a un leggero miglioramento nei confronti di luglio.

Il peggioramento rispetto al 1994 riguarda esclusivamente la componente femminile e il Mezzogiorno. Nelle regioni meridionali il tasso di disoccupazione è cresciuto, tra l'ottobre del 1994 e quello del 1995, dal 19,7 al 21,2 per cento; nel Centro-Nord è invece lievemente diminuito (dall'8,3 al 7,9 per cento). Per alcuni segmenti del mercato del lavoro nel Centro-Nord si è in presenza di livelli di disoccupazione che possono essere considerati "frizionali". In ottobre, nelle regioni settentrionali i lavoratori maschi in cerca di lavoro da meno di dodici mesi rappresentavano solo il 2,3 per cento delle forze di lavoro maschili.

La bilancia dei pagamenti di parte corrente

Secondo dati provvisori e in parte stimati, nei primi dieci mesi dell'anno le partite correnti della bilancia dei pagamenti hanno registrato un avanzo di 36.200 miliardi (tav. 3); nello stesso periodo del 1994 il surplus era risultato pari a 19.500 miliardi. Il miglioramento è stato in larga parte dovuto all'ulteriore ampliarsi dell'attivo mercantile che, nella valutazione *fob-fob*, è passato da 47.700 a 58.900 miliardi. L'aumento dell'avanzo alla voce "viaggi" e i minori esborsi netti per trasferimenti unilaterali hanno più che bilanciato il deterioramento delle altre partite invisibili (essenzialmente trasporti e redditi da capitale).

I dati sinora resi noti dall'Istat sulla ripartizione tra prezzi e quantità dell'interscambio mercantile *cif-fob* coprono i primi nove mesi dell'anno (tav. 4): con riferimento allo stesso periodo del 1994, le quantità esportate e importate sono aumentate del 15,7 e dell'11,7 per cento, rispettivamente. Il contributo positivo delle quantità all'ampliamento del saldo in valore è stato attenuato dal concomitante forte deterioramento delle ragioni di scambio: la crescita dei prezzi all'importazione (12,8 per cento) ha superato di quasi 5 punti percentuali quella dei valori medi unitari all'esportazione (cfr. il capitolo: *L'andamento dei prezzi*).

Tav. 3

Bilancia dei pagamenti
(saldi in miliardi di lire)

VOCI	1994			1995			Gen. - Ott.	
	Anno	I sem.	II sem.	Anno	I sem.	II sem.	1994	1995
Totale partite correnti	25.012	9.536	15.476	....	17.088	....	19.456	36.236
Merci	56.999	26.031	30.968	....	30.822	....	47.680	58.900
Partite invisibili	-31.987	-16.495	-15.492	....	-13.734	....	-28.224	-22.664
Movimenti di capitale	-22.262	-10.801	-11.461	-7.891	7.523	-15.414	-23.997	-4.099
Capitali bancari	21.594	17.442	4.152	-57.012	-5.461	-51.551	33.461	-29.839
Capitali non bancari	-43.856	-28.243	-15.613	49.121	12.984	36.137	-57.458	25.740
Errori e omissioni	559	6.385	-5.826	....	-16.779	....	2.693	-32.082
Variazione riserve ufficiali (1)	-3.309	-5.120	1.811	-2.868	-7.832	4.964	1.848	-55

(1) A cambi e a quotazioni costanti. Il segno (-) indica aumento di riserve.

Tav. 4

Interscambio commerciale cif-fob: valori, prezzi e quantità
(dati destagionalizzati; variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	1994					1995			
	Anno	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	I trim.	II trim.	III trim.	Gen.-Set. (1)
Esportazioni									
Valori	14,7	1,5	3,2	6,9	1,5	7,8	11,1	2,8	25,0
Valori medi unitari	3,7	1,0	0,9	1,0	0,3	2,0	5,1	3,6	8,0
Quantità	10,7	0,3	2,3	5,8	1,3	5,6	5,7	-0,8	15,7
Importazioni									
Valori	15,9	4,5	4,1	8,4	5,1	4,1	9,7	4,3	25,9
Valori medi unitari	4,0	0,8	0,7	3,1	1,0	4,9	5,0	2,3	12,8
Quantità	11,4	3,7	3,4	5,2	4,0	-0,7	4,4	1,9	11,7
Esportazioni/importazioni									
Valori	-1,0	-2,9	-0,9	-1,4	-3,4	3,5	1,3	-1,4	-0,7
Valori medi unitari	-0,3	0,2	0,2	-2,0	-0,7	-2,8	0,1	1,3	-4,3
Quantità	-0,6	-3,3	-1,1	0,6	-2,6	6,3	1,2	-2,6	3,6
<i>Per memoria:</i>									
Cambio reale della lira (2)									
Globale	-2,0	-0,4	2,7	-2,3	-1,3	-4,5	-4,0	6,4	-6,9
All'esportazione	-2,8	-0,9	3,0	-2,5	0,1	-4,0	-1,0	-	-5,3 (3)
All'importazione	-1,1	-0,2	3,3	-1,9	-0,4	-5,1	1,1	-	-5,2 (3)

Fonte: elaborazioni su dati Istat, OCSE e FMI.

(1) Rispetto al periodo corrispondente; dati non destagionalizzati. - (2) Dati non destagionalizzati; il segno (-) indica guadagno di competitività. Il cambio reale globale è basato sui prezzi alla produzione dei manufatti; quello all'esportazione e all'importazione sui valori medi unitari dei due flussi di scambio. - (3) Gennaio-Giugno.

Tav. 5

Interscambio commerciale cif-fob per gruppo merceologico (gennaio-novembre)
(miliardi di lire)

VOCI	Esportazioni		Importazioni		Saldo	
	1994	1995	1994	1995	1994	1995
Prodotti dell'agricoltura, silvicoltura e pesca . . .	7.339	8.943	15.266	17.938	-7.927	-8.995
Prodotti energetici	4.568	4.673	25.391	29.175	-20.823	-24.502
Minerali ferrosi e non ferrosi	12.252	15.942	23.026	32.026	-10.774	-16.084
Minerali e prodotti non metalliferi	11.585	14.056	4.616	5.575	6.969	8.481
Prodotti chimici	21.907	29.013	34.016	43.198	-12.109	-14.185
Prodotti metalmeccanici	94.370	119.015	53.603	69.546	40.767	49.469
Mezzi di trasporto	25.917	34.235	25.358	31.726	559	2.509
Prodotti alimentari, bevande, tabacco	11.973	14.494	20.335	23.059	-8.362	-8.565
Prodotti tessili, cuoio e abbigliamento	49.089	57.903	18.985	22.096	30.104	35.807
Altri prodotti	35.136	44.819	21.352	28.256	13.784	16.563
Totale	274.136	343.093	241.948	302.595	32.188	40.498

Fonte: Istat.

Il tasso di sviluppo delle quantità esportate, il più alto degli ultimi venticinque anni, si è mantenuto ben al di sopra di quello del commercio mondiale (pari, secondo prime stime del FMI per l'intero 1995, all'8,3 per cento). Il considerevole incremento delle quote di mercato dell'Italia a prezzi costanti è stato determinato dai guadagni di competitività conseguiti negli ultimi anni. L'espansione delle vendite è stata più forte per i beni di investimento, per quelli intermedi e per i beni di consumo durevole (in particolare mobili ed elettrodomestici); molto più lenta si è rivelata la dinamica dei beni di consumo semidurevole, in particolare dei prodotti tessili, dell'abbigliamento, del cuoio e delle calzature, la cui quota sulle esportazioni complessive, a prezzi correnti, si è ridotta di circa un punto percentuale tra i primi dieci mesi del 1994 e l'analogo periodo del 1995 (tav. 5).

L'aumento delle esportazioni ha registrato una battuta d'arresto nel terzo trimestre; essa riflette il

sensibile rallentamento della crescita dei maggiori paesi industriali, in particolare di quelli europei. Nei comparti dei prodotti energetici, dei tessili e dell'abbigliamento e dell'eterogeneo settore delle "altre industrie manifatturiere", si è anzi avuta una flessione delle vendite (pari, rispettivamente, al 3,1, allo 0,9 e al 9,8 per cento).

La crescita delle quantità importate è risultata più intensa per i beni capitali (25,3 per cento) e per i semilavorati (17,6 per cento). In alcuni di questi comparti (prodotti in metallo, macchine agricole e industriali, materiale elettrico, prodotti chimici) il recupero di competitività non ha impedito alle importazioni di aumentare molto più rapidamente della produzione industriale; la maggiore penetrazione delle importazioni può essere in parte spiegata dalla difficoltà delle imprese a soddisfare una domanda interna particolarmente dinamica in condizioni di elevato utilizzo degli impianti.

Dopo il balzo del secondo trimestre dell'anno, la crescita delle importazioni ha rallentato nel trimestre luglio-settembre, risentendo della caduta degli acquisti dei mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli (-21,5 per cento), del cuoio e delle calzature (-1,2 per cento) e dei prodotti energetici (-1,8 per cento). Le importazioni di beni capitali hanno invece continuato ad accelerare, in risposta all'impulso espansivo proveniente dall'alto livello della domanda di investimenti. Le imprese italiane hanno inoltre approfittato della flessione dei corsi delle materie prime e del recupero della lira rispetto al dollaro per ripristinare le scorte di materie prime non energetiche (i cui acquisti sono aumentati del 4,7 per cento), pesantemente decurtate nei primi mesi dello scorso anno.

Dal punto di vista geografico, il miglioramento del saldo mercantile a prezzi correnti (8.300 miliardi nel periodo gennaio-novembre, rispetto allo stesso periodo del 1994) è derivato essenzialmente dagli scambi con i paesi extra UE (tav. 6). Il forte aumento della domanda di importazioni del Giappone, stimolata dall'andamento dei cambi e dalla politica fiscale espansiva attuata dalle autorità di quel paese, ha trascinato anche le nostre esportazioni e reso possibile un aumento dell'avanzo di oltre 1.000 miliardi. Un contributo di entità analoga è venuto dagli scambi con la Svizzera, il sesto mercato di sbocco dei prodotti italiani; le vendite in questo paese hanno beneficiato di una domanda di manufatti importati tra le più elevate dell'area OCSE. Si è ampliato anche l'avanzo nei confronti dei PVS dell'Asia; come nell'anno precedente, quest'area dovrebbe risultare caratterizzata dalla più forte crescita delle importazioni, sostenute da una robusta espansione del prodotto e dagli effetti dell'intenso processo di integrazione economica che interessa soprattutto i paesi del Sud-Est Asiatico. L'avanzo con l'America Latina è cresciuto di quasi 1.000 miliardi, sospinto dalla forte crescita delle esportazioni, soprattutto di automobili, verso il Brasile. L'aumento del prezzo del petrolio e del gas naturale è alla base del peggioramento dello squilibrio nei confronti dei paesi dell'Opec e della Russia, nonché dell'ulteriore deterioramento del disavanzo energetico (tav. 5).

Nei primi dieci mesi dell'anno gli scambi con i paesi della UE hanno dato luogo a un miglioramento del saldo per 1.600 miliardi. L'avanzo con la Germania si è ampliato di circa 1.000 miliardi: il maggior at-

tivo nei prodotti di consumo tradizionali ha compensato il peggioramento nell'interscambio di prodotti chimici, di mezzi di trasporto e di macchine e strumenti di precisione. Questi andamenti hanno risentito del ciclo relativo e della diversa sensibilità a variazioni della competitività di prezzo dei consumi e degli investimenti. Il miglioramento del saldo con la Spagna, oltre 1.300 miliardi, è stato dovuto agli scambi di beni di investimento e alimentari. L'attivo con la Francia si è invece ridotto di 600 miliardi, essenzialmente a causa di un ulteriore, pesante deterioramento nello squilibrio del comparto chimico, non compensato da una espansione dell'avanzo dei comparti, come il cuoio e calzature, che tradizionalmente danno il maggior contributo all'attivo totale.

L'avanzo della voce "viaggi all'estero" è aumentato nel periodo gennaio-ottobre di 5.700 miliardi, dai 15.700 dello stesso periodo del 1994 (tav. 7). L'ampliamento del surplus è derivato dal forte aumento della spesa dei turisti stranieri in Italia (20,8 per cento a prezzi correnti; 15,0 a prezzi costanti) per effetto di una crescita del numero di presenze (13,3 per cento nei primi otto mesi dell'anno) e anche di un incremento della spesa pro capite. Questi andamenti sono stati favoriti dall'ulteriore guadagno di competitività delle strutture ricettive nazionali. Gli esborsi nominali dei turisti italiani all'estero sono tornati a crescere (6,3 per cento); la spesa in termini reali è però diminuita, dando luogo a una nuova contrazione della quota di consumi delle famiglie residenti destinata al turismo.

Il disavanzo nei trasferimenti unilaterali si è ridotto, sempre nei primi dieci mesi dello scorso anno, di 4.500 miliardi, principalmente grazie alla caduta dei trasferimenti netti alla UE (2.600 miliardi), per minori trasferimenti dell'Italia in conto IVA (2.400 miliardi) e maggiori trasferimenti erogati a nostro favore dal Feoga (730 miliardi; nel 1994 gli introiti rilevati in questa posta avevano registrato una flessione di 4.200 miliardi). Le minori contribuzioni dell'Italia a titolo di IVA sono state rese possibili da un aumento delle entrate nette complessive della UE nel 1995, dipeso non solo dall'apporto dei tre nuovi paesi membri al bilancio comunitario, ma anche dal determinarsi, nell'esercizio 1994, di un consistente attivo di bilancio (per oltre 6.500 milioni di ecu), confluito nelle entrate del 1995.

Tav. 6

Interscambio commerciale per paese o area a prezzi correnti
(gennaio-novembre)

PAESI E GRUPPI DI PAESI	Esportazioni				Importazioni				Saldo	
	Miliardi di lire		Variazioni percentuali	Quote sul totale 1995	Miliardi di lire		Variazioni percentuali	Quote sul totale 1995	Miliardi di lire	
	1994	1995			1994	1995			1994	1995
Paesi UE (1)	156.376	194.897	24,6	56,8	144.485	181.456	25,6	60,0	11.891	13.441
Austria	6.575	8.093	23,1	2,4	5.363	6.866	28,0	2,3	1.212	1.227
Belgio-Lussemburgo	8.207	9.856	20,1	2,9	11.421	14.391	26,0	4,7	-3.214	-4.535
Danimarca	2.280	2.955	29,6	0,9	2.362	2.752	16,5	0,9	-82	203
Finlandia	1.063	1.573	48,0	0,5	1.396	1.726	23,6	0,6	-333	-153
Francia	35.826	44.623	24,6	13,0	32.422	41.862	29,1	13,8	3.404	2.761
Germania	52.197	64.503	23,6	18,8	46.104	57.442	24,6	19,0	6.093	7.061
Grecia	4.843	6.372	31,6	1,8	1.883	2.143	13,8	0,7	2.960	4.229
Irlanda	962	1.382	43,7	0,4	2.113	2.716	28,5	0,9	-1.151	-1.334
Paesi Bassi	7.861	10.061	28,0	2,9	13.722	16.495	20,2	5,5	-5.861	-6.434
Portogallo	3.681	4.467	21,4	1,3	824	1.180	43,2	0,4	2.857	3.287
Regno Unito	17.867	21.261	19,0	6,2	14.555	17.953	23,3	5,9	3.312	3.308
Spagna	12.573	16.472	31,0	4,8	9.240	11.822	27,9	3,9	3.333	4.650
Svezia	2.441	3.279	34,3	0,9	3.080	4.108	33,4	1,4	-639	-829
Paesi extra UE	117.760	148.196	25,8	43,2	97.463	121.139	24,3	40,0	20.297	27.057
Efta (2)	11.610	14.646	26,1	4,3	13.128	14.730	12,2	4,9	-1.518	-84
Europa dell'est (3)	11.978	16.803	40,3	4,9	14.821	19.077	28,7	6,3	-2.843	-2.274
USA	21.538	25.173	16,9	7,3	11.389	14.869	30,6	4,9	10.149	10.304
Giappone	6.028	8.029	33,2	2,3	5.830	6.773	16,2	2,2	198	1.256
Cina	3.246	3.940	21,4	1,2	4.665	5.972	28,0	2,0	-1.419	-2.032
NPI Asiatici (4)	11.275	13.938	23,6	4,1	3.630	4.631	27,6	1,5	7.645	9.307
OPEC (5)	10.537	11.339	7,6	3,3	12.944	16.461	27,2	5,4	-2.407	-5.122
Altri paesi	41.548	54.328	30,8	15,8	31.056	38.626	24,4	12,8	10.492	15.702
Totale ...	274.136	343.093	25,2	100,0	241.948	302.595	25,1	100,0	32.188	40.498

(1) I dati sugli scambi con i paesi della UE presentati in questa tavola si riferiscono alle sole imprese che, nei due periodi considerati, avevano effettuato acquisti o vendite intracomunitari per importi superiori a 50 milioni di lire. Essi rappresentano quindi solo una parte degli scambi effettuati dal complesso delle imprese esportatrici o importatrici italiane. - (2) Islanda, Norvegia, Svizzera. - (3) Albania, Bulgaria, ex Cecoslovacchia, Polonia, Romania, Ungheria, ex URSS ed ex Jugoslavia. - (4) Corea del Sud, Hong Kong, Singapore, Taiwan. - (5) Algeria, Arabia Saudita, Emirati Arabi, Ecuador, Gabon, Indonesia, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar, Venezuela.

Tav. 7

Partite correnti della bilancia dei pagamenti
(saldi in miliardi di lire)

VOCI	1994			1995		Gen.-Ott.	
	Anno	I sem.	II sem.	I sem.	Lug.-Ott.	1994	1995
Merci	56.999	26.031	30.968	30.822	28.078	47.680	58.900
Viaggi all'estero	18.821	8.479	10.342	11.850	9.550	15.727	21.400
Redditi da capitale	-24.696	-12.922	-11.774	-13.422	-7.931	-21.139	-21.353
Altri servizi e redditi	-16.820	-8.183	-8.637	-10.856	-7.933	-14.410	-18.789
Trasferimenti	-9.292	-3.869	-5.423	-1.306	-2.616	-8.402	-3.922
Totale partite correnti ...	25.012	9.536	15.476	17.088	19.148	19.456	36.236

Nello stesso periodo, gli esborsi netti per redditi da capitale si sono ampliati lievemente (200 miliardi) rispetto ai primi dieci mesi del 1994. A partire dal secondo trimestre il disavanzo ha iniziato a ridursi, compensando solo in parte il peggioramento osservato nel primo trimestre. Il passivo degli altri servizi, inclusi i redditi da lavoro, è cresciuto di oltre 4.400 miliardi, riflettendo i maggiori esborsi netti alla voce trasporti (3.500 miliardi), imputabili al forte incremento dell'interscambio mercantile e al contestuale accresciuto ricorso alle flotte estere.

I movimenti di capitale e il cambio della lira

Nel corso del 1995 il tasso di cambio effettivo nominale della lira ha avuto un andamento altalenante (tav. 8, fig. 12). Al forte deprezzamento di febbraio e marzo ha fatto seguito una fase, più lunga, durante la quale il corso della lira, pur con notevole variabilità, si è riapprezzato lentamente. Il rientro si interrompeva all'inizio dell'autunno, per poi riprendere da novembre. A fine anno il deprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale della lira, calcolato con riferimento ai nostri principali *partners* commerciali, risultava così del 4,2 per cento rispetto alla media di dicembre 1994.

A questo andamento del cambio della lira hanno corrisposto quattro distinte fasi nella dinamica delle transazioni finanziarie con l'estero (tav. 9). Nel primo

trimestre le forti tensioni sui mercati finanziari internazionali, legate alla crisi messicana e alla debolezza del dollaro, coincidevano con un momento di transizione negli equilibri politici interni. Di fronte a queste incertezze, gli operatori esteri effettuavano disinvestimenti netti di portafoglio per quasi 5.000 miliardi di lire; contemporaneamente i residenti, in particolare le imprese private e le famiglie, continuavano a effettuare investimenti di portafoglio all'estero, generando deflussi netti per quasi 6.000 miliardi di lire. Il cambio della lira ne risentiva fortemente deprezzandosi fino a oltre il 15 per cento, a metà marzo, rispetto alla media di dicembre 1994.

Da aprile la politica monetaria più restrittiva, la manovra correttiva di finanza pubblica e l'attenuarsi delle tensioni sui mercati finanziari internazionali determinavano una forte ripresa degli investimenti di portafoglio dell'estero (17.600 miliardi nel secondo trimestre, 19.700 miliardi nel terzo). Vi si associava, anche in corrispondenza di un apprezzamento complessivo del dollaro rispetto alle principali valute di riserva, un lento recupero del cambio della lira, che alla metà di settembre conteneva il deprezzamento al 2,4 per cento rispetto a dicembre 1994.

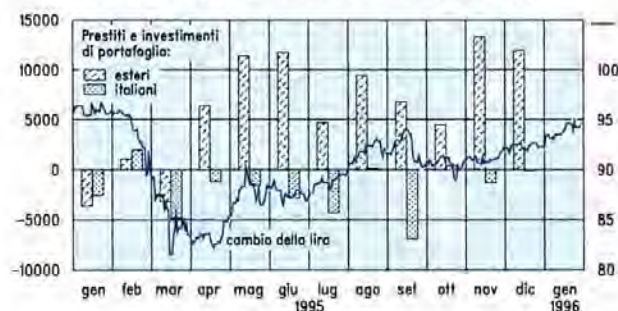
Nella seconda metà di settembre le rinnovate tensioni politiche si associavano con una ripresa degli investimenti di portafoglio all'estero che, nell'intero mese, risultavano superiori a 4.500 miliardi di lire; il tasso di cambio effettivo nominale della nostra valuta, anche in concomitanza con una nuova fase di de-

bolezza del dollaro, ne risentiva negativamente, deprezzandosi del 3,8 per cento in poco più di una settimana. Dopo essere rimasto attorno a questi livelli, pur con un'elevata erraticità, fino alla metà di novembre, il cambio tornava ad apprezzarsi di quasi il 2 per cento entro la fine dell'anno. Nell'ultimo trimestre, il progressivo consolidamento delle aspettative di riduzione dei tassi di interesse internazionali e interni e la conseguente possibilità di realizzare guadagni in conto capitale con investimenti in titoli a tasso fisso hanno innescato un circolo positivo, in cui la crescita degli investimenti netti di portafoglio dell'estero (27.700 miliardi di lire) si è associata a una contrazione degli investimenti italiani all'estero (meno di 1.000 miliardi nello stesso periodo).

novate incertezze sull'evoluzione della situazione politica interna, si è prodotta una flessione, a cui ha fatto seguito un nuovo, parziale recupero. Il 24 febbraio il tasso di cambio effettivo nominale della lira si era apprezzato dell' 1,3 per cento rispetto al 1° gennaio 1996.

Fig. 12

Cambio della lira e voci rilevanti dei movimenti di capitale
(indice del cambio effettivo nominale della lira, 1994=100; saldi mensili in miliardi di lire)



Il recupero del cambio della lira è continuato fino alla prima decade di febbraio. Successivamente, in concomitanza con un calo del corso del dollaro rispetto a quello delle principali valute di riserva e con rin-

Nel complesso del 1995 i movimenti di capitale della bilancia dei pagamenti hanno dato luogo a deflussi netti per 7.900 miliardi di lire. Gli investimenti esteri di portafoglio, che hanno riguardato pressoché integralmente titoli di Stato, hanno fatto affluire fondi netti per 60.000 miliardi di lire (tav. 10). Nella prima parte dell'anno gli acquisti si sono concentrati sui CCT, utilizzati in particolare per operazioni di *interest rate swap* con il tasso Libor, nei mesi successivi sui BTP. Le emissioni obbligazionarie in valuta del Tesoro hanno dato luogo a entrate per 18.600 miliardi di lire. Alla fine di ottobre la consistenza dei titoli di Stato e delle emissioni delle Repubblica in possesso dei non residenti era di 270.300 miliardi di lire (tav. 11), il 15 per cento dello *stock* complessivo in circolazione; di questi, oltre un terzo era denominato in valuta. Nei primi dieci mesi dell'anno gli acquisti netti di azioni quotate sono stati pari a 3.800 miliardi di lire (nello stesso periodo del 1994 si erano registrati disinvestimenti netti per 1.600 miliardi); al rinnovato interesse degli operatori esteri per la borsa italiana può aver contribuito sia il minor costo delle acquisizioni, in seguito al deprezzamento della lira, sia l'offerta più ampia e diversificata, dovuta anche alla privatizzazione di quote di imprese detenute dallo Stato, sia infine l'aspettativa di un più elevato tasso di crescita dell'economia italiana rispetto alla media dei paesi industriali.

Tav. 8

Tassi di cambio nominali della lira
(dati non destagionalizzati; variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	1994					1995				
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Anno	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Anno
Effettivo (1)	-1,01	2,08	-2,88	-2,13	-4,62	-5,63	-6,40	5,50	0,55	-9,96
Marco/lira	0,37	1,24	-3,98	-2,17	-4,44	-7,31	-6,77	5,87	0,10	-12,47
Dollaro/lira	-1,90	5,03	2,04	-1,01	-2,51	-3,25	-1,43	3,40	0,73	-1,09

(1) Il segno (-) indica deprezzamento.

Tav. 9

Movimenti dei capitali
(saldi in miliardi di lire)

VOCI	1994					1995 (1)				
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Anno	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim. (2)	Anno (2)
Capitali non bancari	-924	-27.319	-21.955	6.342	-43.856	-8.597	21.581	8.397	27.740	49.121
Esteri	48.594	-19.206	-11.330	22.022	40.080	1.237	30.353	17.417	31.808	80.815
Investimenti	50.895	-19.801	-6.202	22.585	47.477	-3.394	18.911	20.137	30.589	66.243
di cui: di portafoglio ...	49.361	-21.021	-6.411	21.942	43.871	-4.927	17.586	19.678	27.683	60.020
Prestiti	-4.283	-2.556	-3.321	-4.119	-14.279	-2.299	10.703	915	-790	8.529
Crediti commerciali	1.982	3.151	-1.807	3.556	6.882	6.930	739	-3.635	2.009	6.043
Italiani	-49.518	-8.113	-10.625	-15.680	-83.936	-9.834	-8.772	-9.020	-4.068	-31.694
Investimenti	-43.182	-1.179	-8.215	-7.797	-60.373	-5.961	-4.455	-7.979	-1.728	-20.123
di cui: di portafoglio ...	-41.483	1.863	-6.850	-5.665	-52.135	-5.980	-2.159	-6.511	-839	-15.489
Prestiti	-3.965	-3.704	-3.065	-2.814	-13.548	601	-1.054	-3.016	736	-2.733
Crediti commerciali	-2.371	-3.230	655	-5.069	-10.015	-4.474	-3.263	1.975	-3.076	-8.838
Capitali bancari	-2.464	19.906	14.874	-10.722	21.594	4.928	-10.389	-19.564	-31.987	-57.012
in lire	-2.542	20.161	14.662	-1.434	30.847	5.537	-3.746	-5.053	-17.104	-20.366
in valuta	78	-255	212	-9.288	-9.253	-609	-6.643	-14.511	-14.883	-36.646
Totale ...	-3.388	-7.413	-7.081	-4.380	-22.262	-3.669	11.192	-11.167	-4.247	-7.891

(1) Dati provvisori. (2) Per i crediti commerciali, dati in parte stimati.

Gli investimenti di portafoglio italiani all'estero si sono risolti in uscite nette per 15.500 miliardi di lire, 36.600 in meno rispetto all'anno precedente (tav. 7). Quasi la metà di essi ha riguardato depositi e conti correnti presso banche estere. I settori che hanno dato luogo a maggiori uscite sono quelli delle imprese private (4.700 miliardi nei primi dieci mesi dell'anno) e delle famiglie (1.900 miliardi). Peraltro il dato degli investimenti italiani all'estero è ampiamente sottostimato: vi si dovrebbe infatti sommare almeno una parte del saldo negativo degli errori e omissioni (-32.100 miliardi di lire tra gennaio e ottobre, tav. 2; cfr. *Bollettino Economico* n. 25, p. 33).

Le uscite nette per prestiti italiani all'estero, pari a 2.700 miliardi di lire, sono state influenzate in larga misura dal fatto che le SIM, come le banche, hanno espanso l'attività di finanziamento pronti contro termine su titoli italiani. Le entrate nette per prestiti esteri, pari a 8.500 miliardi di lire, sono interamente attribuibili al prestito bancario della Repubblica in ecu

(11.000 miliardi di lire), incassato in aprile e maggio. Contemporaneamente si è registrato un rallentamento dei rimborsi netti di prestiti privati rispetto alla media del biennio precedente.

I movimenti di capitale generati da scelte diverse da quelle di portafoglio (investimenti diretti e crediti commerciali) hanno dato luogo a deflussi netti per 1.200 miliardi di lire. Gli investimenti diretti all'estero, al netto dei disinvestimenti, hanno registrato una contrazione di oltre il 40 per cento rispetto al 1994, toccando il valore più basso dal 1989. Il flusso di investimenti diretti esteri in Italia, in flessione negli ultimi quattro anni, è tornato a crescere nello scorso anno di quasi il 30 per cento rispetto al 1994; vi hanno contribuito, come per gli investimenti di portafoglio, sia il minor costo delle acquisizioni in seguito al deprezzamento del cambio della lira, sia le possibilità di investimento createsi in seguito alle privatizzazioni di alcune industrie pubbliche.

Tav. 10

Investimenti esteri di portafoglio
(flussi netti in miliardi di lire)

VOCI	1994		1995			
	Gen.-Ott.	Anno	I trim.	II trim.	III trim.	Gen.-Ott.
Titoli di Stato	20.618	41.777	-7.948	16.885	16.650	31.558
BOT	601	1.130	-1.372	871	2.234	2.543
BTP	-3.932	-3.560	-9.521	5.611	9.088	6.812
BTE	-1.469	-1.535	-	-	-	-
CTE	3.479	4.594	-840	212	-894	-1.724
CCT	10.798	20.151	5.095	3.639	1.273	11.498
CTO	3.035	5.545	-2.059	-3.968	2.411	-3.688
Republic of Italy (1)	8.127	15.273	-432	10.302	2.874	15.334
Altri	-21	179	1.181	218	-336	783
Quote di fondi comuni italiani	21	22	2	-1	11	13
Obbligazioni quotate	22	-2	-142	-342	-75	-841
Azioni quotate	-1.605	-1.861	-422	993	3.292	3.830
Altri titoli	169	335	-139	86	135	10
Depositi	913	982	161	140	175	500
Strumenti derivati	-56	20	440	410	300	1.245
Altri strumenti finanziari	2.364	3.948	123	239	-347	247
Importi non ripartiti (2)	-2.268	-1.350	2.998	-824	-463	1.500
Totale ...	20.178	43.871	-4.927	17.586	19.678	38.062

(1) Acquisti e vendite da parte di non residenti. - (2) Investimenti finanziari di cui non è specificata la natura, ivi compresi quelli realizzati tramite banche italiane e inferiori a 20 milioni di lire.

Nel corso del 1995 le banche residenti hanno generato deflussi di capitali per 57.000 miliardi di lire. La contrazione delle loro passività nette sull'estero in valuta (pari a 36.600 miliardi di lire nell'intero anno) è stata più forte nel secondo semestre, in presenza di un cambio relativamente più apprezzato. Essa ha riflesso un'analoga contrazione delle attività nette in valuta sull'interno (pari a 31.700 miliardi di lire ai cambi medi del mese; tav. 12). Questa è stata dovuta sia a una riduzione dei finanziamenti, sia a un aumento dei depositi, più marcato negli ultimi mesi dell'anno. Tra gennaio e dicembre i deflussi di capitali bancari denominati in lire sono stati pari a 20.400 miliardi, attribuibili in gran parte alla ripresa dei finanziamenti pronti contro termine a non residenti su titoli italiani (17.500 miliardi di lire nello stesso periodo).

Tav. 11

Investimenti esteri in titoli di Stato
(consistenze di fine periodo in miliardi di lire)

VOCI	1994	1995	
		Giugno	Ottobre
BOT	5.387	4.882	7.919
BTP	91.428	87.286	100.124
CTE	31.178	35.930	33.087
Altri titoli di Stato ..	42.623	46.867	51.667
Republic of Italy ..	62.908	78.023	77.516
Totale ...	233.524	252.988	270.313

Tav. 12

**Consistenze ai cambi correnti e variazioni ai cambi costanti della posizione sull'estero,
sull'interno in valuta e complessiva in valuta delle banche italiane (1)**
(miliardi di lire)

VOCI	1994	1995			
		I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.
Consistenze					
Posizione sull'estero	-153.247	-187.069	-169.903	-143.585	-110.479
In lire	2.594	-2.943	803	5.856	22.960
In valuta	-155.841	-184.126	-170.706	-149.441	-133.439
Posizione sull'interno in valuta	82.209	90.294	74.621	64.802	55.419
Posizione complessiva in valuta (2)	-1.336	-10.405	-10.850	-3.940	....
Variazioni (3)					
Posizione sull'estero	-21.594	-4.928	10.389	19.564	31.987
In lire	-30.847	-5.537	3.746	5.053	17.104
In valuta	9.253	609	6.643	14.511	14.883
Posizione sull'interno in valuta	-25.279	-3.838	-12.148	-6.690	-9.019
Posizione complessiva in valuta (2)	4.384	4.677	864	1.124	1.494

(1) Incluse le filiali italiane di banche estere. Nel primo bimestre del 1995 sono confluite nel comparto delle banche alcune sezioni a medio e a lungo termine non abilitate valutariamente, prima incluse nei capitali non bancari (prestiti privati). L'incremento di passività verso l'estero delle banche che ne è derivato, pari a 6.520 miliardi di lire, non è stato incluso nella variazione della posizione sull'estero. - (2) A pronti e a termine, inclusi i *domestic currency swaps*, gli impegni a 2 giorni. I dati di posizione tengono conto dei mutui indicizzati al corso di valute estere. - (3) A cambi e quotazioni costanti. Il segno (-) indica un afflusso di capitali bancari.

Alla fine di ottobre la posizione in cambi a pronti e a termine delle banche era in sostanziale equilibrio: includendo i *domestic currency swaps* e i finanziamenti in lire delle banche il cui rendimento è indicizzato al corso di valute estere, essa era "lunga" in lire per meno di 4.000 miliardi.

Alla fine dello scorso anno le riserve ufficiali della Banca centrale ammontavano a 91.500 miliardi di lire, senza variazioni significative rispetto alla fine del 1994 (tav. a18). Il valore delle riserve denominate in oro era di 40.300 miliardi, quello delle valute convertibili di 38.300 miliardi; le operazioni di *currency swap* con banche residenti ammontavano a 41.800 miliardi di lire.

Il miglioramento della posizione netta sull'estero del Paese, misurato ai cambi e ai corsi medi, si ragguaglia a circa 11.000 miliardi di lire. Esso è notevolmente inferiore all'avanzo delle partite correnti, stimabile per l'anno in oltre 40.000 miliardi: della discrepanza fra le due grandezze dà conto una posta

residuale "errori e omissioni" di circa 30.000 miliardi di lire. Come osservato in precedenza, gran parte di questo importo è da attribuirsi a mancate segnalazioni di investimenti di portafoglio all'estero dei residenti.

Misurando il debito estero ai cambi e ai corsi di fine periodo, al 31 dicembre 1995 esso risultava pari, sulla base di prime stime, a circa 94.000 miliardi di lire, il 5,3 per cento del PIL. Il miglioramento rispetto alla fine del 1994, pari a circa 24.000 miliardi, è maggiore di quello misurato ai cambi e ai corsi medi, in seguito ad aggiustamenti di valutazione complessivamente positivi per circa 13.000 miliardi di lire. L'andamento contrapposto dei corsi azionari italiani, in caduta, ed esteri, in rialzo, ha infatti contribuito a dare luogo ad aggiustamenti del valore dei titoli e delle partecipazioni, inclusi fra le attività e le passività, complessivamente positivi per 21.000 miliardi circa, più che controbilanciando gli aggiustamenti dovuti alla svalutazione della lira, negativi per circa 8.000 miliardi di lire.

L'andamento dei prezzi

L'inflazione dei prezzi al consumo

Nella media del 1995 l'incremento dei prezzi al consumo, misurato dall'indice del costo della vita, è stato del 5,4 per cento (3,9 nel 1994); al netto delle variazioni delle imposte indirette, l'aumento è stato del 4,6 per cento (3,6 nel 1994).

Fig. 13



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) L'indice è costruito ipotizzando la traslazione immediata e integrale delle variazioni delle imposte indirette (indice calcolato dall'Istat). — (2) In ragione annua, destagionalizzate. — (3) In ragione annua, destagionalizzate, medie mobili nei tre mesi terminanti nel mese indicato.

Dopo la rapida ascesa della prima metà del 1995, nel corso dei mesi estivi l'inflazione al consumo aveva iniziato a scendere (fig. 13). Considerandone le medie nei tre mesi terminanti in quello corrente, così da ridurre l'influenza di oscillazioni accidentali, il tasso di crescita mensile dell'indice del costo della vita, al netto delle variazioni delle imposte indirette e dei fattori stagionali, aveva toccato punte prossime al 6 per cento in ragione annua nel corso dei primi due trimestri, scendendo attorno al 4,5 per cento nel terzo. Andamento simile mostra un diverso indicatore, sempre al netto delle variazioni di imposta, elaborato al fine di ridurre l'effetto delle misure fiscali sulla stima

delle componenti stagionali (cfr. il riquadro: *Le variazioni stagionali dell'indice del costo della vita*). Il rallentamento dei prezzi nel corso dell'estate era tanto più notevole in quanto avveniva pochi mesi dopo un ulteriore, pesante deprezzamento della lira e in una fase di espansione dell'economia: l'indirizzo restrittivo della politica monetaria, accentuatosi con un nuovo aumento dei tassi ufficiali nel mese di maggio, dopo quelli di agosto 1994 e febbraio 1995, e la flessione dei corsi delle materie prime avevano contribuito a contenere le spinte inflazionistiche.

Nell'autunno il processo di riduzione dell'inflazione ha subito un arresto. La crescita del costo della vita al netto delle variazioni delle imposte indirette è rimasta al di sopra del 4,5 per cento fra ottobre e dicembre.

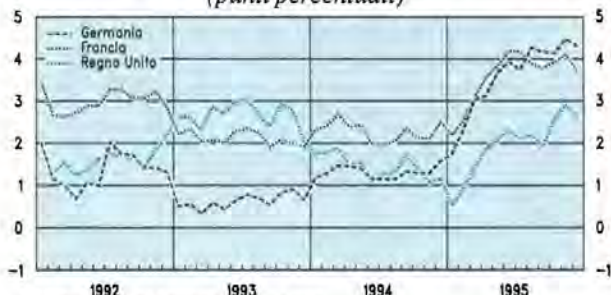
Analogo andamento ha mostrato nella seconda parte del 1995 l'indice del costo della vita al lordo delle variazioni delle imposte indirette, che in primavera aveva risentito della manovra fiscale: il tasso di variazione rispetto al mese precedente, destagionalizzato ed espresso in ragione d'anno, era calato fra il secondo e il terzo trimestre da valori superiori al 6 per cento a valori intorno al 5, sui quali si è mantenuto nei tre mesi successivi.

Nella media del 1995 la differenza nei tassi di crescita dei prezzi al consumo, al lordo delle variazioni delle imposte indirette, rispetto a Germania e Francia è stata pari a 3,6 punti percentuali (1,3 e 2,3 punti, rispettivamente, nel 1994). Il divario, misurato sui tassi di crescita sui dodici mesi, si era allargato notevolmente nella prima parte dell'anno, collocandosi intorno ai 4 punti percentuali; è rimasto stabile su quel livello anche nel secondo semestre del 1995 (fig. 14).

L'Istat ha recentemente reso noto il livello dell'indice del costo della vita nel gennaio 1996, superiore del 2,4 per cento alla media dell'anno precedente, sulla base di un nuovo paniere di beni e servizi. L'assenza di informazioni confrontabili per il passato non consente ancora di valutare l'andamento dei prezzi in questo mese.

Fig. 14

Differenziali di inflazione al consumo fra l'Italia e i principali paesi europei (1)
(punti percentuali)



Fonte: statistiche nazionali, OCSE e Istat.

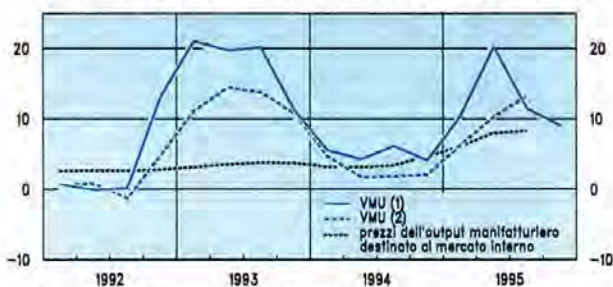
(1) Differenza fra tassi di crescita, sui dodici mesi, dell'indice del costo della vita al lordo delle variazioni delle imposte indirette in Italia e dell'indice lordo dei prezzi al consumo nei paesi indicati. Per il Regno Unito l'indice esclude le variazioni delle rate dei mutui ipotecari.

A frenare la discesa dell'inflazione hanno contribuito gli andamenti del cambio e il ciclo economico. Nel terzo trimestre del 1995 i prezzi in lire delle importazioni di prodotti trasformati hanno continuato a crescere con ritmi sostenuti, simili a quelli della prima parte dell'anno, sebbene già si manifestassero segnali di un ritorno a quotazioni meno elevate delle monete estere (fig. 15). Sulle decisioni di prezzo dei

produttori esteri ha influito un'espansione ciclica più intensa che negli altri paesi europei (cfr. il capitolo: *La congiuntura e la bilancia dei pagamenti in Italia*). Vi hanno anche concorso la lentezza e i bruschi cambi di direzione con cui nella seconda parte dell'anno ha avuto luogo l'apprezzamento della valuta italiana. I produttori esteri hanno così ricostituito in parte i margini di guadagno perduti in occasione del forte deprezzamento della lira nel secondo trimestre.

Fig. 15

Indicatori di prezzo sul mercato italiano dei produttori nazionali ed esteri di manufatti
(variazioni percentuali sul trimestre corrispondente)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, OCSE e FMI.

(1) Valori medi unitari delle esportazioni complessive di manufatti dei 14 principali partners commerciali dell'Italia, espresse in lire al cambio corrente. Dati parzialmente stimati. - (2) Valori medi unitari in lire delle importazioni di manufatti.

Tav. 13

Indici del costo della vita (1)
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

COMPONENTI	Pesi percentuali	1993	1994				1995					
		Anno	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Anno	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Anno
Indice generale	100	4,2	4,2	4,0	3,8	3,8	3,9	4,4	5,5	5,7	5,9	5,4
Beni alimentari	20,3	2,1	3,3	3,1	3,4	3,9	3,4	5,1	6,6	6,5	5,9	6,0
di cui: non trasformati	9,1	-0,7	1,1	1,6	2,7	2,9	2,1	3,3	4,5	4,7	4,5	4,2
Beni energetici	4,0	5,9	6,5	5,0	3,7	3,2	4,6	4,1	10,4	8,2	9,5	8,1
Beni non alimentari e non energetici	39,4	4,3	4,1	4,0	3,5	3,6	3,8	4,0	4,7	5,5	5,8	5,0
Servizi	22,3	5,5	4,0	3,7	4,1	4,0	4,0	4,7	5,4	5,3	5,2	5,1
Totale beni e servizi a prezzo libero	86,0	4,2	4,0	3,8	3,7	3,8	3,8	4,4	5,6	5,8	5,9	5,4
Beni a prezzo soggetto a controllo pubblico (2) ..	1,5	5,9	0,8	1,3	1,5	-0,1	0,9	-4,5	-6,5	-5,7	-4,4	-5,3
Tariffe	8,4	2,7	4,0	3,7	3,3	3,5	3,6	3,7	5,8	6,3	6,7	5,6
Affitti	4,0	8,1	9,6	8,8	7,9	6,9	8,3	7,0	7,5	7,7	7,9	7,5

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Base 1992=100. - (2) Medicinali, pasta alimentare e sale. L'acqua potabile è inclusa nelle tariffe.

Le variazioni stagionali dell'indice del costo della vita

I prezzi dei beni e dei servizi vengono modificati a intervalli discreti. In alcuni casi queste modifiche si ripetono con regolarità nel medesimo periodo di ciascun anno, in seguito, ad esempio, a cambiamenti climatici o a scadenze normative. Inoltre, la cadenza con cui alcuni prezzi vengono effettivamente rilevati (trimestrale o semestrale anziché mensile) può introdurre andamenti stagionali "artificiali" negli indici dei prezzi.

Nel caso dell'indice del costo della vita – la misura dell'inflazione disponibile con maggiore tempestività – nel periodo 1986-1995 ai fattori stagionali va attribuito oltre il 40 per cento della variabilità complessiva degli incrementi mensili dell'indice aggregato. La componente stagionale è più elevata per i beni non alimentari e non energetici, per i quali sono più numerosi i prezzi rilevati trimestralmente e dunque caratterizzati da una "stagionalità artificiale"; è più contenuta per le altre voci, in particolare per quelle rilevate tutti i mesi (beni alimentari, energetici e la maggior parte dei servizi).

La presenza di una così elevata componente stagionale costituisce un fattore di notevole disturbo nell'individuazione delle effettive tendenze del processo inflazionistico. Per ovviare a questo problema non è certo sufficiente considerare le sole variazioni dei prezzi rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente: pur essendo per definizione non influenzate dalla stagionalità, esse risentono, infatti, dell'evoluzione del fenomeno nell'intero anno compreso fra i due periodi e registrano quindi in ritardo i punti di svolta. Solo la stima e la rimozione della

componente stagionale, consentendo un confronto tra dati adiacenti, possono permettere una pronta individuazione delle tendenze dell'inflazione.

Numerosi sono peraltro i problemi tecnici presenti nella stima della componente stagionale, una grandezza per definizione non osservabile direttamente. Pur essendo interessati alle tendenze dell'inflazione a livello aggregato, si deve verificare se sia preferibile operare sulle singole serie elementari o direttamente sull'aggregato; si deve selezionare un intervallo temporale sufficientemente lungo, così da ridurre l'influenza di singole accidentalità (dovute ad esempio a brusche modifiche dei prezzi delle materie prime o a misure amministrative e fiscali) sulla stima della componente stagionale, ma anche sufficientemente omogeneo, così da minimizzare gli effetti di mutamenti nella struttura dei dati originari (ad esempio per via di un cambio di base dell'indice che muti il peso relativo dei diversi prodotti in esso inclusi) o nella stagionalità sottostante (ad esempio a causa di una variazione dell'inflazione media); si deve, infine, scegliere la procedura di destagionalizzazione più appropriata.

A un sintetico resoconto delle sperimentazioni compiute e dei risultati ottenuti nella destagionalizzazione dell'indice del costo della vita è dedicato questo riquadro. Va tuttavia osservato che alcune scelte potranno essere riconsiderate alla luce dei mutamenti nella struttura dell'indice che l'Istat ha realizzato dal gennaio 1996.

Coefficienti di stagionalità nell'indice "modificato" del costo della vita (1)

ANNI	Gen.	Feb.	Mar.	Apr.	Mag.	Giu.	Lug.	Ago.	Set.	Ott.	Nov.	Dic.
Al netto delle variazioni d'imposta												
1990	0,11	0,09	-0,02	0,02	-0,04	-0,05	-0,20	-0,17	0,07	0,33	0,10	-0,20
1991	0,12	0,06	-0,04	0,03	-0,03	-0,07	-0,15	-0,17	0,03	0,32	0,14	-0,23
1992	0,11	0,08	-0,07	0,02	0,00	-0,05	-0,12	-0,19	0,00	0,30	0,16	-0,24
1993	0,12	0,08	-0,08	0,01	0,01	-0,02	-0,09	-0,18	-0,05	0,29	0,15	-0,23
1994	0,09	0,12	-0,09	0,02	0,01	0,01	-0,08	-0,18	-0,09	0,27	0,13	-0,22
1995	0,10	0,14	-0,10	0,02	0,02	0,02	-0,08	-0,17	-0,11	0,26	0,09	-0,20
Differenza media con l'indice Istat (2)	0,04	0,05	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01	0,04	0,03	0,02	0,03	0,00
Al lordo delle variazioni d'imposta												
1990	0,18	0,10	-0,04	0,01	-0,12	-0,05	-0,22	-0,15	0,01	0,33	0,11	-0,15
1991	0,17	0,09	-0,06	0,01	-0,09	-0,07	-0,19	-0,14	-0,01	0,31	0,14	-0,17
1992	0,16	0,09	-0,08	-0,01	-0,03	-0,04	-0,16	-0,16	-0,04	0,29	0,15	-0,18
1993	0,16	0,09	-0,09	-0,02	0,02	-0,03	-0,15	-0,15	-0,08	0,26	0,15	-0,18
1994	0,13	0,12	-0,08	-0,02	0,05	-0,02	-0,14	-0,16	-0,10	0,24	0,14	-0,18
1995	0,12	0,15	-0,09	-0,01	0,06	-0,01	-0,13	-0,15	-0,12	0,21	0,12	-0,17
Differenza media con l'indice Istat (2)	0,01	0,02	0,05	0,02	0,02	0,03	0,01	0,01	0,03	0,03	0,02	0,03

(1) Procedura X11-ARIMA; modello moltiplicativo. La destagionalizzazione è effettuata per il periodo gennaio 1986-dicembre 1995. I coefficienti di stagionalità sono pari alla differenza tra la variazione dell'indice grezzo e di quello destagionalizzato. - (2) Media delle differenze in valore assoluto rispetto ai coefficienti calcolati adoperando direttamente l'indice Istat.

Il confronto tra i risultati ottenuti direttamente con riferimento alla serie aggregata e quelli ottenuti indirettamente, procedendo alla depurazione dalla stagionalità dei sub-indici (individuati sulla base di due criteri di disaggregazione dell'indice generale, merceologico e per frequenza di rilevazione), non ha fatto emergere alcun vantaggio dall'applicazione del secondo metodo: la serie ottenuta per via indiretta non appare infatti meno erratica, né presenta una componente stagionale più stabile nel tempo. La destagionalizzazione "diretta" ha inoltre il vantaggio di poter essere applicata a un intervallo di tempo piuttosto lungo (1986-1995). Questo è stato individuato sulla base di un'analisi preliminare mirante a verificare la stabilità nel tempo della componente stagionale e la qualità complessiva della destagionalizzazione effettuata.

Particolari problemi pone poi la destagionalizzazione dell'indice del costo della vita al netto delle variazioni delle imposte indirette. L'indice del costo della vita presenta infatti variazioni estreme legate a mutamenti delle imposte indirette, che tuttavia non dovrebbero modificare la tendenza del processo inflazionistico sottostante. Per questo motivo, nell'analisi di tale processo è opportuno ricostruire un indice del costo della vita al netto delle imposte. È quanto fa l'Istat, depurando l'indice lordo dall'effetto di esplicite variazioni delle imposte (accise e aliquote IVA) e dai mutamenti dell'aliquota media implicita che si determinano in connessione con le variazioni dei prezzi netti dei prodotti soggetti ad accisa.

L'indice netto ricostruito dall'Istat presuppone che le variazioni di imposta vengano traslate completamente e immediatamente sui prezzi: esso rappresenta quindi la misura corretta della componente dei prezzi al consumo che remunera la produzione e la distribuzione.

In pratica, tuttavia, è presumibile che la traslazione avvenga nel corso di più periodi. Di conseguenza un aumento di aliquote IVA, se non immediatamente traslato, tende a ridurre nello stesso mese il prezzo netto misurato dall'Istat, con una compensazione nei mesi successivi, fino al raggiungimento di una nuova posizione di "equilibrio". La conseguente erraticità dell'indice netto interferisce con la stima della stagionalità.

Per tener conto di questo problema si è scelto di stimare la stagionalità su una serie al netto delle imposte "modificata" rispetto a quella ricostruita dall'Istat. Si è assunto per semplicità che il raggiungimento dell'equilibrio sia immediato per le variazioni delle accise (che gravano in particolare sui prodotti petroliferi), e avvenga invece in un arco di tre mesi per le variazioni esplicite delle aliquote IVA (con assegnazione a ognuno dei tre mesi del 50, 30 e 20 per cento della variazione totale).

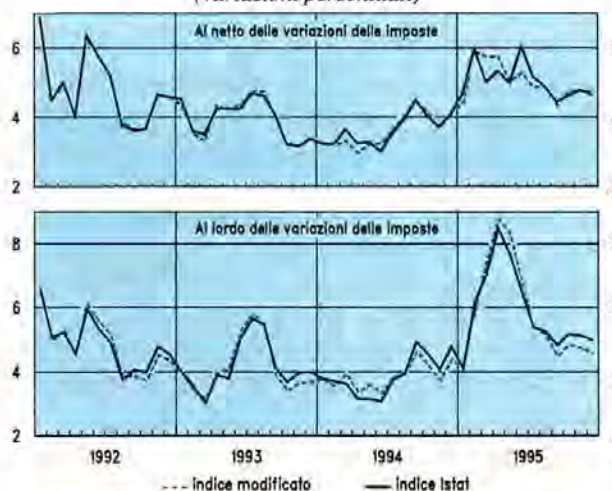
Una metodologia speculare è stata impiegata per l'indice al lordo della componente fiscale: alla serie destagionalizzata secondo il metodo descritto in precedenza sono state sommate di nuovo le componenti fiscali.

Per destagionalizzare sia gli indici originari sia quelli così modificati è stata utilizzata la procedura X11-ARIMA. Risultati pressoché identici sono stati ottenuti applicando una procedura model-based. Nella tavola si presentano i coefficienti di stagionalità ottenuti con l'X11-ARIMA (modello moltiplicativo) per la serie del costo della vita al lordo e per quella al netto delle variazioni di imposta.

Il confronto tra le destagionalizzazioni condotte sulla serie originaria e su quella modificata conferma che i coefficienti di stagionalità ottenuti nel secondo caso sono soggetti a minori revisioni nel corso del tempo. Nel caso della serie originaria, infatti, la modifica dei coefficienti può essere indotta nella procedura dalla tendenza a ricomprendere nella componente stagionale parte delle variazioni dei prezzi di origine fiscale. Nel caso specifico del 1995, anno in cui la manovra fiscale approvata in febbraio ha determinato uno scalino nei prezzi al consumo di oltre sette decimi di punto, l'applicazione della destagionalizzazione alla serie modificata del costo della vita al netto delle variazioni d'imposta fornisce un andamento più regolare; per l'indice al lordo la componente fiscale viene più chiaramente attribuita ai mesi primaverili, senza ripercuotersi sugli altri mesi dell'anno (vedi figura).

Complessivamente, l'indice modificato non mostra nel medio periodo differenze rilevanti rispetto a quello direttamente destagionalizzato a partire dalle serie costruite dall'Istat, ma il trattamento delle accidentalità consente una più accurata comprensione di alcuni punti di svolta dell'inflazione.

Costo della vita: risultati di diverse ipotesi sulla traslazione delle variazioni delle imposte indirette (1) (variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Dati destagionalizzati, in ragione annua, medie mobili nei tre mesi terminanti in ciascun periodo. Nell'indice calcolato dall'Istat si ipotizza che la traslazione delle variazioni delle imposte indirette avvenga immediatamente; nell'indice modificato, per contro, si ipotizza che la traslazione avvenga nell'arco di tre mesi. In entrambi gli indici si suppone che mutamenti delle accise siano traslati immediatamente.

All'arresto della discesa dell'inflazione nel quarto trimestre hanno concorso solo in misura limitata le accidentalità nella dinamica dei prezzi di specifici prodotti. Un contributo inflazionistico è certamente provenuto dai prezzi dei prodotti energetici che, dopo aver registrato una caduta nell'estate, hanno ripreso a salire alla fine dell'anno (0,9 per cento nel quarto trimestre rispetto al trimestre precedente, -1,1 nel terzo), reagendo con prontezza alle variazioni delle quotazioni del greggio: l'impatto sulla variazione dell'indice del costo della vita nel quarto trimestre rispetto al trimestre precedente è peraltro valutabile in non oltre mezzo decimo di punto.

Le tariffe, calcolate escludendo i prezzi dei medicinali, sono cresciute dello 0,9 per cento nel quarto trimestre rispetto al terzo e del 6,9 rispetto a un anno prima; nel terzo trimestre i corrispondenti tassi di incremento erano stati dell'1,4 e del 6,6 per cento (tav. 13).

Le aspettative sui prezzi al consumo

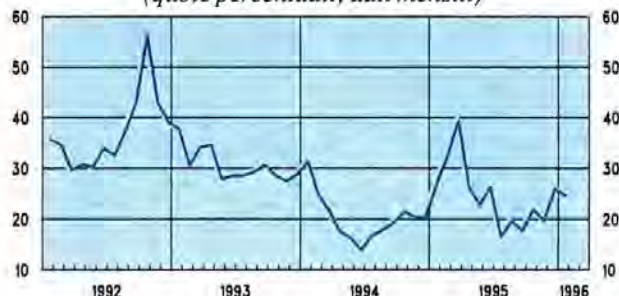
La mancata riduzione dell'inflazione nel trimestre finale del 1995 non ha corrisposto alle attese iniziali delle famiglie e degli operatori.

Il sondaggio mensile effettuato dall'Isco presso le famiglie aveva rilevato all'inizio dell'estate un rapido aumento della quota di famiglie intervistate che si attendeva una decelerazione dei prezzi al consumo (fig. 16). Ugualmente, nell'inchiesta Forum-ME svolta in settembre, gli operatori mostravano di attendersi un declino nei tassi di crescita dei prezzi a partire dal quarto trimestre del 1995 (fig. 17). Gli insoddisfacenti risultati di fine anno hanno indotto famiglie e operatori a maggiore cautela nel giudizio sulle prospettive dell'inflazione. Dalla fine dell'estate i sondaggi dell'Isco segnalano una risalita, sia pure con oscillazioni mensili, del numero di famiglie che prevede un aumento dell'inflazione: nell'ultimo sondaggio, effettuato a gennaio del 1996, il loro numero risulta tuttavia inferiore a quello della prima parte del 1995. L'inchiesta Forum-ME di dicembre indica una lieve revisione al rialzo delle aspettative degli opera-

tori sulla dinamica dei prezzi nel primo trimestre del 1996, rispetto a quelle formulate tre mesi prima.

Fig. 16

Attese di aumento dell'inflazione al consumo secondo i sondaggi dell'Isco presso le famiglie (1) (quote percentuali; dati mensili)



Fonte: elaborazioni su dati Isco.

(1) Quota delle famiglie che si attendono un "maggiore" aumento dei prezzi nei successivi 12 mesi sul totale dei rispondenti. Dal gennaio 1995 sono cambiate alcune modalità dell'indagine.

Le aspettative di inflazione rimangono indirizzate verso un calo, sia pure lento, nei prossimi mesi. In dicembre i tassi di crescita attesi sui dodici mesi dei prezzi sono dell'ordine del 5 per cento per il primo e secondo trimestre del 1996, rispetto a una variazione effettiva del 5,8 nel quarto trimestre del 1995; dalle risposte all'inchiesta si desume inoltre l'attesa di un ulteriore rallentamento nel corso del secondo semestre del 1996. La struttura dei tassi a termine non segnala a sua volta aspettative di un'accelerazione dei prezzi (cfr. il capitolo: *La politica monetaria, gli intermediari e i mercati finanziari*).

Fig. 17

Aspettative Forum-ME: prezzi al consumo (1) (variazioni sul trimestre corrispondente)



(1) Le interruzioni nelle serie indicano cambiamenti nella formulazione delle domande. In particolare vengono ora domandati i tassi di variazione dei prezzi sul trimestre corrispondente anziché su quello precedente. Inoltre sono stati modificati gli intervalli predefiniti in cui si articolano le risposte (cfr. *Bollettino Economico*, n. 24, febbraio 1995).

I prezzi alla produzione, dei beni importati, degli inputs e il costo del lavoro

Analogamente ai prezzi al consumo, i prezzi dei prodotti industriali hanno registrato una sensibile decelerazione nel terzo trimestre. In questo caso il rallentamento è proseguito nel trimestre successivo. Nel corso del 1995 il profilo è sostanzialmente simile a quello della maggior parte degli altri paesi industriali, sebbene tanto l'aumento iniziale quanto la successiva caduta del ritmo di crescita siano stati più intensi in Italia. La differenza nei confronti di Francia e Germania, calcolata con i tassi di variazione sui dodici mesi dei prezzi industriali, rimane elevata, intorno a 3 e 4 punti percentuali rispettivamente, rispecchiando gli effetti della svalutazione e della maggior crescita della nostra economia.

Fig. 18

Prezzi dell'output manifatturiero sul mercato interno (1) (variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Indicatori Banca d'Italia al netto delle transazioni intrasettoriali. Rispetto all'aggregato della trasformazione industriale sono esclusi i mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli. - (2) In ragione annua, destagionalizzate. - (3) In ragione annua, destagionalizzate, medie mobili nei tre mesi terminanti nel mese indicato.

Nella prima parte del 1995 i prezzi dei prodotti industriali destinati al mercato interno avevano subito una repentina accelerazione, sotto l'effetto congiunto del deprezzamento della lira, dell'aumento delle quotazioni in valuta delle materie prime e della crescita della domanda. Nel secondo trimestre la media delle variazioni mensili aveva sfiorato il 9 per cento in ragione annua e al netto della stagionalità. In quella fase le spinte inflazionistiche avevano raggiunto il culmine: da allora è iniziata una rapida decelerazione dei prezzi industriali, il cui tasso di crescita, misurato con una media mobile delle variazioni mensili, si è porta-

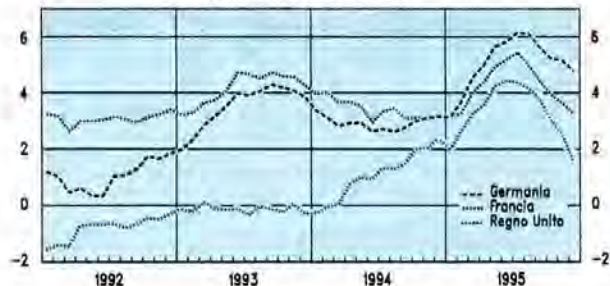
to sul 5 per cento in settembre e sotto il 2 in dicembre (fig. 18).

Con riferimento ai tassi di variazione sui dodici mesi, la differenza nei confronti di Francia e Germania è scesa di circa 2 punti percentuali fra luglio e dicembre; nell'estate aveva oltrepassato i 5 e 6 punti percentuali rispettivamente (fig. 19).

Le intenzioni delle imprese circa i propri prezzi di vendita, rilevate dall'Isco in dicembre, indicano una decisa continuazione della tendenza al rallentamento (fig. 20).

Fig. 19

Differenziali fra i tassi di crescita dei prezzi alla produzione in Italia e nei principali paesi europei (1) (punti percentuali)



Fonte: statistiche nazionali, OCSE ed elaborazioni su dati Istat.

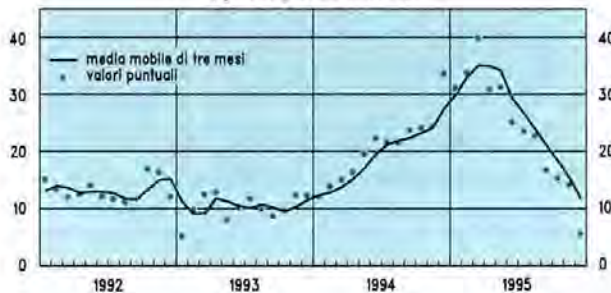
(1) Differenze fra i tassi di crescita rispetto al mese corrispondente dell'anno precedente dell'indicatore dei prezzi dell'output della trasformazione industriale destinato al mercato interno in Italia e dell'indice dei prezzi dei prodotti della trasformazione industriale destinati al mercato interno nei paesi indicati. Per la Francia l'indice fa riferimento ai prodotti destinati sia al mercato interno sia a quello estero ed è destagionalizzato; la serie è trimestrale ed è stata resa mensile utilizzando l'indice dei prezzi al consumo dei prodotti dell'industria in senso stretto. La variazione di dicembre è stata stimata per tutti i paesi ad eccezione dell'Italia.

Al rallentamento dei prezzi dei prodotti industriali nella seconda metà del 1995 ha contribuito in misura rilevante l'andamento delle quotazioni delle materie prime (fig. 21). In questo periodo i corsi in dollari delle materie prime, petrolifere e non, misurati dal Fondo monetario internazionale, sono calati del 2,5 per cento rispetto al primo semestre del 1995: il ribasso si è concentrato nel terzo trimestre (-3,5 per cento rispetto al precedente trimestre), mentre nel quarto si è registrata una lieve ripresa. Questo andamento riflette in primo luogo quello dei prezzi del petrolio, che, dopo essere calati sensibilmente in giugno e luglio, hanno subito un rialzo nei due mesi finali dell'anno. All'inizio del 1996 le quotazioni del greggio hanno ripreso a diminuire, anche in seguito a voci di una possibile reimmissione sul mercato del petrolio

iracheno; in febbraio esse si sono riportate sui livelli della fine dell'anno scorso. Le quotazioni delle materie prime non petrolifere hanno registrato una sostanziale stabilità nella seconda parte del 1995 (-0,7 per cento rispetto al semestre precedente).

Fig. 20

Intenzioni di aumento dei prezzi alla produzione secondo i sondaggi dell'Isco presso le imprese (1)
(quote percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Isco.

(1) Saldo fra la quota percentuale delle risposte positive ("aumento") e quella delle risposte negative ("diminuzione"). Dati mensili destagionalizzati; medie mobili nei tre mesi terminanti nel mese indicato.

L'insieme di questi andamenti si è riflesso sui prezzi dei prodotti di base (tav. 14). Essi hanno mostrato una forte decelerazione a partire dall'estate: il tasso di crescita sui dodici mesi è sceso dal 14 per cento nel terzo trimestre del 1995 all'8 nel quarto. A fronte di questo andamento, assai più modesto appare il rallentamento dei prezzi dei beni intermedi e di investimento, passati da un tasso di crescita del 10 per cento nel terzo trimestre a circa l'8,5 nel quarto. Sui prezzi dei beni di investimento, in particolare, ha influito l'accelerazione della domanda nei primi sei mesi del 1995, cresciuta di quasi il 9 per cento rispetto al periodo precedente. Sostanzialmente stabile, infine, è risultato il tasso di crescita dei prezzi dei beni di consumo.

Il deterioramento del cambio nella primavera del 1995 ha influito sulla dinamica dei valori medi unitari in lire delle importazioni, che ancora nel terzo trimestre erano cresciuti del 13,7 per cento rispetto al periodo corrispondente del 1994 (14,4 nel secondo trimestre). Al calo dei prezzi in lire delle importazioni di beni energetici (-7,5 per cento nel terzo trimestre rispetto al trimestre precedente, al netto della stagionalità) ha fatto riscontro l'accelerazione dei prezzi dei beni agricoli (5,6 per cento, contro il 3,4 nel secondo

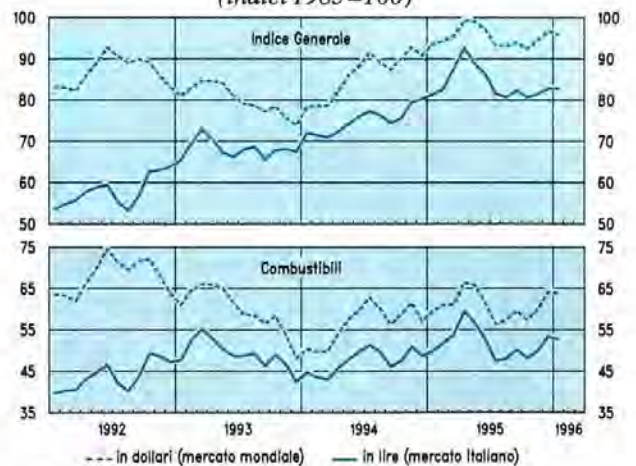
trimestre). I prezzi all'importazione dei prodotti trasformati hanno mantenuto un tasso di crescita elevato (3,4 per cento rispetto al trimestre precedente), sia pure inferiore a quello dei due trimestri precedenti, che era stato intorno al 4 per cento.

Nel terzo trimestre è proseguita con ritmo sostenuto la crescita dei prezzi in lire dei prodotti industriali italiani venduti all'estero. La variazione sul trimestre precedente, al netto della stagionalità, è stata del 3,9 per cento, contro il 4,0 del secondo trimestre. L'incremento rispetto al trimestre corrispondente del 1994 ha oltrepassato il 10 per cento, risultando superiore a quello dei prezzi dei prodotti industriali venduti in Italia.

Complessivamente, nella media del 1995, il prezzo dell'output destinato al mercato interno è aumentato del 7,3 per cento, contro il 3,6 nel 1994. Hanno concorso all'accelerazione sia la rapida crescita dei prezzi degli inputs sia il nuovo rilevante incremento dei margini di profitto (tav. 15).

Fig. 21

Prezzi delle materie prime aventi mercato internazionale
(indici 1985=100)



Fonte: Confindustria.

L'aumento nell'anno dei prezzi degli inputs adoperati nel settore della trasformazione industriale è stimabile in oltre il 10 per cento: la componente interna è cresciuta dell'8,3 per cento, quella estera, in base a stime preliminari, di circa il 15 per cento. Nella seconda metà del 1995 l'incremento dei prezzi degli inputs totali sarebbe stato di oltre il 12 per cento ri-

spetto al semestre corrispondente del 1994; nel primo semestre era stato inferiore al 10 per cento. L'accelerazione è stata evidente nei mesi a cavallo del secondo e del terzo trimestre: dall'estate i costi di origine sia interna sia estera hanno avviato una graduale decelerazione.

Nella media del 1995 le retribuzioni contrattuali per dipendente nell'intera economia sono cresciute del 3,3 per cento (1,9 per cento nel 1994). Nella prima parte dell'anno la crescita delle retribuzioni era stata inferiore al 3 per cento rispetto al corrispondente pe-

riodo dell'anno prima; a partire da settembre, tuttavia, in seguito alla corresponsione di incrementi previsti nei contratti stipulati in precedenza, il tasso di crescita, sempre a distanza di un anno, si è portato intorno al 4 per cento, raggiungendo il 4,6 nel mese di dicembre.

Nell'anno aumenti superiori alla media delle retribuzioni contrattuali si sono registrati nell'industria in senso stretto (3,6 per cento) e nel settore terziario (5,0 per cento). Minore è stata invece la crescita delle retribuzioni pubbliche (1,8 per cento).

Tav. 14

Prezzi alla produzione e all'importazione dei manufatti (1)
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

COMPONENTI	1993	1994					1995				
	Anno	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Anno	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Anno
Materie di base (2)											
Di produzione nazionale	3,1	3,5	3,5	4,5	8,3	5,0	11,2	14,3	14,2	8,3	12,0
Importate	17,1	9,5	5,1	5,2	7,7	6,8	11,0	16,7	17,9	....	....
Beni intermedi e di investimento (3)											
Di produzione nazionale	2,9	2,6	2,5	3,1	4,3	3,1	6,5	9,4	10,3	8,6	8,7
Importati	13,9	8,1	3,4	3,2	2,5	4,2	6,0	9,3	13,3	....	....
Autoveicoli											
Di produzione nazionale	5,1	5,6	6,4	6,2	5,9	6,0	5,7	5,0	5,1	5,3	5,3
Importati	5,2	-1,1	-3,1	-1,1	0,1	-1,3	6,5	10,7	10,1	....	....
Alimentari											
Di produzione nazionale	5,8	3,8	3,0	2,8	3,8	3,3	4,8	6,7	6,8	6,2	6,1
Importati	10,2	3,2	3,2	5,9	6,1	4,6	9,9	13,5	8,6	....	....
Altri beni di consumo (4)											
Di produzione nazionale	2,4	2,7	3,1	3,5	4,1	3,3	4,8	5,7	5,7	5,3	5,4
Importati	7,0	0,6	-0,4	0,4	3,0	0,9	6,0	13,9	13,0	....	....
Totale manufatti											
Di produzione nazionale	3,6	3,1	3,1	3,4	4,6	3,6	6,1	8,0	8,3	6,8	7,3
Importati	11,9	5,4	2,7	2,9	4,0	3,7	8,0	12,5	14,3	....	....

Fonte: elaborazioni su dati Istat, OCSE e FMI.

(1) Indicatori Banca d'Italia al netto delle transazioni intrasettoriali per i prezzi dell'output venduto sul mercato interno; valori medi unitari per i beni importati. - (2) Minerali, metalli e prodotti chimici. - (3) Prodotti in metallo, macchine agricole e industriali, macchine per ufficio e per l'elaborazione dei dati, materiale elettrico, prodotti in gomma, carta. - (4) Prodotti tessili, calzature, mobili, altri prodotti.

Tav. 15

**Costi unitari variabili e prezzi finali
nel settore della trasformazione industriale**
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

COMPONENTI	1994	1995 (1)
Prezzi degli inputs	4,2	10,4
Interni	3,3	8,3
di cui: <i>energia</i>	4,7	8,1
<i>servizi</i>	3,0	7,8
<i>beni agricoli</i>	4,0	11,8
Esteri	5,8	14,5
di cui: <i>energia</i>	0,9	14,2
Costo del lavoro per unità di prodotto	-2,7	-0,5
Costi unitari variabili	0,7	5,0
Prezzi dell'output	3,4	7,8
di cui: <i>sul mercato interno</i> ...	3,6	7,3

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed ENI.

(1) Dati parzialmente stimati.

Nei conti nazionali trimestrali si stima che le retribuzioni di fatto per unità di lavoro nel comparto manifatturiero, che includono gli esiti della contrattazione integrativa aziendale, i pagamenti per il lavoro straordinario, i premi individuali e le somme elargite *una tantum* a titolo di arretrato per i mesi di trattativa per il rinnovo contrattuale, siano cresciute del 3,4 per cento nella media dei primi tre trimestri del 1995 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente: l'andamento delle retribuzioni minime contrattuali e informazioni relative alla contrattazione integrativa aziendale (cfr. *Bollettino Economico*, n. 25, 1995) suggeriscono che l'aumento medio nell'intero 1995 supererebbe il 4 per cento.

Il costo del lavoro per dipendente nel comparto manifatturiero ha mostrato un'accelerazione rispetto

al 1994, passando da una variazione media annua del 3,9 per cento a una stimabile in circa il 5. La crescita della produttività si è mantenuta assai sostenuta, beneficiando sia del positivo andamento della domanda sia dell'introduzione di nuovi beni strumentali, che hanno determinato un graduale allentamento dei vincoli nella capacità produttiva. Di conseguenza, il costo del lavoro per unità di prodotto nel 1995 dovrebbe essere rimasto pressoché costante sul livello dell'anno precedente.

Indicazioni circa la nuova tornata contrattuale, destinata a interessare, fra gli altri, i comparti metalmeccanico, bancario, del turismo e del commercio, provengono dall'esito del rinnovo del contratto nazionale di lavoro dei chimici. L'accordo in questo comparto, che ha registrato in passato eccezionali incrementi di produttività, è stato raggiunto nei tempi stabiliti e senza il ricorso a scioperi, a conferma del migliorato clima delle relazioni industriali nel settore manifatturiero conseguente agli accordi sulla politica dei redditi. Si può stimare che l'aumento salariale sulla base del contratto sarà del 4,3 per cento nel 1996 e del 3,5 nel 1997.

Le aspettative delle imprese rilevate dall'Isco in dicembre non segnalano, con riferimento alle prossime scadenze contrattuali, una forte accelerazione del costo del lavoro per dipendente nei prossimi dodici mesi. Il giudizio complessivo non rivela quindi timori circa la tenuta dell'esperienza della politica dei redditi sancita nell'accordo del luglio 1993, necessaria per il conseguimento degli obiettivi di inflazione.

I margini di profitto sono cresciuti nel 1995 con un ritmo appena più contenuto di quello, storicamente elevato, dell'anno prima. Alla crescita ha contribuito la forte espansione, fino a tutto il terzo trimestre, della domanda aggregata (con un ritorno del grado di utilizzo della capacità produttiva nel terzo trimestre su valori analoghi a quelli del precedente picco ciclico, nel quarto trimestre del 1989).

La finanza pubblica

Nel 1995 il fabbisogno finanziario del settore statale, nella definizione attualmente adottata dal Tesoro, che esclude l'ente Anas dall'aggregato, è risultato di circa 130.200 miliardi (al netto delle regolazioni di debiti pregressi e dei proventi delle privatizzazioni). La riduzione rispetto al 1994 è stata rilevante, di quasi 25.000 miliardi e di 2 punti percentuali in rapporto al PIL, quale stimato nel preconsuntivo elaborato dall'Isco (dal 9,4 al 7,4 per cento; tav. 16). Includendo nel settore statale l'Anas (ente che, a differenza delle altre ex aziende autonome, non produce servizi vendibili sul mercato), il disavanzo risulta pari a 132.700 miliardi e la flessione rispetto al 1994 è di 23.000 miliardi: il divario di andamenti trova spiegazione nel maggiore ricorso diretto al mercato da parte di tale ente, che si è accompagnato a un contenimento dei prelievi dalla Tesoreria statale.

Dopo la pausa del 1994, il processo di risanamento dei conti pubblici ha ripreso vigore. Il varo di una manovra correttiva dell'ordine del 3 per cento del PIL, attuata in diverse fasi, ha permesso di conseguire l'obiettivo programmatico. Vi ha contribuito la crescita del prodotto e dei prezzi, rivelatasi superiore alle attese; nello stesso senso ha agito la flessione delle erogazioni delle USL, maggiore del previsto, anche a seguito di una loro minore capacità operativa, nella fase di ridefinizione degli ambiti territoriali e di revisione organizzativa. L'avanzo primario è così tornato ad ampliarsi: salendo da 17.800 a circa 61.000 miliardi (dall'1,1 al 3,5 per cento del PIL), esso ha più che compensato la dilatazione di circa 19.000 miliardi degli esborsi per interessi.

L'ampliamento del *surplus* primario e la riduzione del fabbisogno complessivo hanno permesso di ottenere alla fine del 1995, dopo quindici anni di

Tav. 16

Saldi finanziari del settore statale (1)
(miliardi di lire e valori percentuali)

VOCI	1992	1993	1994	1995
Fabbisogno netto	156.328	154.659	155.046	130.164
<i>In % del PIL</i>	10,4	10,0	9,4	7,4
Regolazioni in titoli e in contanti ..	31	10.837	6.442	3.185
Dismissioni	-	-	-5.921	-8.354
Fabbisogno complessivo	156.359	165.496	155.567	124.995
<i>In % del PIL</i>	10,4	10,7	9,5	7,1
Saldo al netto degli interessi, delle regolazioni e delle dismissioni (avanzo: -)	-11.777	-27.224	-17.755	-61.336
<i>In % del PIL</i>	-0,8	-1,8	-1,1	-3,5
<i>Per memoria:</i>				
Fabbisogno netto, incluso l'Anas ..	159.739	154.101	155.713	132.706
<i>In % del PIL</i>	10,6	9,9	9,5	7,5

(1) Escluse tutte le ex aziende autonome statali, anche quelle che non producono servizi vendibili sul mercato (in particolare l'Anas).

ininterrotta crescita, una diminuzione del rapporto fra debito statale e PIL. In base a stime ancora provvisorie, si sarebbe anche ridotta l'incidenza sul PIL del debito lordo del complesso delle Amministrazioni pubbliche, misurato in base ai criteri individuati ai fini dell'applicazione degli accordi di Maastricht. La stabilizzazione del rapporto fra debito e PIL ha beneficiato della realizzazione di dismissioni patrimoniali per 8.350 miliardi, portati in diretta riduzione del de-

bito; tra queste spiccano i collocamenti sul mercato di quote azionarie dell'INA e dell'ENI.

Sulla positiva evoluzione dei saldi di finanza pubblica ha continuato a influire il graduale dispiegarsi degli effetti delle riforme di carattere strutturale attuate nell'ultimo triennio; ne è derivato un allentamento delle tendenze espansive della spesa, in particolare nei comparti dei consumi intermedi, del personale

Tav. 17

Amministrazioni pubbliche: principali grandezze in alcuni paesi europei
(in percentuale del PIL)

PAESI	Anni	Debito pubblico (1)	Indebitamento netto	Indebitamento netto esclusi gli interessi (avanzo: -)	Pressione fiscale	
					Escluse le imposte in conto capitale	Incluse le imposte in conto capitale
Italia	1990	97,9	10,9	1,3	39,4	39,5
	1993	119,4	9,6	-2,5	43,7	44,4
	1994	125,4	9,0	-1,7	41,6	41,8
	1995	125,1	7,2	-3,8	41,4	42,0
Francia	1990	35,4	1,6	-1,3	45,0	45,4
	1993	45,3	6,1	2,4	45,3	45,8
	1994	48,4	6,0	2,2	45,5	46,1
	1995	51,5	5,0	1,0	45,7	....
Germania	1990	43,8	2,1	-0,5	40,6	40,7
	1993	48,2	3,5	0,2	43,4	43,5
	1994	50,2	2,6	-0,8	43,8	43,9
	1995	58,8	2,9	-1,0	44,1	....
Regno Unito	1990	....	1,5	-1,9	36,1	36,3
	1993	48,5	7,8	4,9	33,7	33,9
	1994	50,3	6,8	3,5	34,2	34,4
	1995	52,5	5,1	1,6	35,4	....
<i>Media F, G, RU</i>	1990	....	1,8	-1,2	40,7	40,9
	1993	47,4	5,5	2,2	41,3	41,5
	1994	49,7	4,8	1,3	41,7	41,9
	1995	54,9	4,1	0,3	42,2	....
<i>Media UE (esclusa Italia)</i>	1990	49,8	2,3	-1,6	41,1	41,5
	1993	57,7	5,9	1,5	41,7	42,1
	1994	59,3	5,1	0,6	42,0	42,4
	1995	63,1	4,5	-0,2	42,2	....

Fonte: elaborazioni su dati Commissione UE e Istat. Anno 1995: per l'Italia preconsuntivo Isco; per gli altri paesi previsioni UE. La pressione fiscale è costituita dal rapporto tra la somma di entrate tributarie e contributi sociali (effettivi e figurativi) e il PIL. Le medie sono ottenute ponderando gli indicatori nazionali con il PIL corrente, espresso a parità di potere di acquisto. Nel caso della Germania, per il 1990, si fa riferimento alla Germania occidentale.

(1) La definizione di debito pubblico lordo corrisponde a quella definita dall'art. 1 (5) del Regolamento Comunitario n. 3605/93 del 22 novembre 1993.

e delle prestazioni sanitarie. I risultati ottenuti nell'anno riflettono principalmente la sostanziale efficacia delle manovre di bilancio e, in minor misura, il rafforzamento dell'attività economica e la maggiore crescita dei prezzi, rispetto alle ipotesi formulate alla fine del 1994; l'operare dell'insieme di questi ultimi fattori ha ampliato l'avanzo primario per un ammontare valutabile in alcuni decimi di punto del PIL.

Nell'anno, l'azione di risanamento dei conti pubblici è stata in Italia più incisiva che altrove: secondo stime della Commissione europea, nel 1995 l'incidenza sul PIL dell'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche sarebbe discesa, sia nell'insieme della UE, sia nel complesso dei tre paesi maggiori, di circa 7 decimi di punto percentuale; vi fa riscontro la flessione di 1,8 punti registrata in Italia da questo aggregato. Ancora maggiore appare il divario se si considerano i movimenti del saldo al netto degli interessi, che riflettono più direttamente le scelte discrezionali della politica di bilancio: i miglioramenti conseguiti nel 1995 sia nel complesso della UE, dove lo sbilancio degli ultimi tre anni si sarebbe tramutato in un lieve avanzo, sia nella media dei tre maggiori paesi (rispettivamente pari allo 0,8 e all'1,0 per cento del PIL), si confrontano con un ampliamento dell'attivo di oltre 2 punti in Italia. Quest'ultimo appare quasi interamente attribuibile alla flessione dell'incidenza della spesa, la cui dinamica non ha nell'anno risentito dell'aumento dei prezzi al di là del valore programmato. Di contro, sarebbe lievemente cresciuta in Italia la pressione fiscale complessiva, mentre si sarebbe di poco ridotta se misurata al netto delle imposte in conto capitale, tornando a collocarsi su valori percentuali di circa 1 punto inferiori a quelli medi degli altri paesi europei (41,4 contro 42,2 per cento; cfr. tav. 17).

La portata dell'aggiustamento nei vari paesi appare correlata con la gravità dei rispettivi squilibri finanziari: in particolare, solo in Svezia, dove il peso del debito sul prodotto è in rapida crescita dall'inizio del decennio, l'entità del miglioramento del saldo primario conseguito nel 1995, pari a 4,3 punti percentuali del PIL, è stata maggiore di quella realizzata in Italia.

Di particolare rilievo appare anche la posizione relativa dell'Italia ove si consideri il livello dell'incidenza sul PIL dell'avanzo al netto degli interessi: in-

feriore solo a quello di Danimarca, Belgio e Grecia nell'Europa comunitaria, essa è la più elevata tra i sette maggiori paesi industrializzati.

La politica di bilancio e la gestione del debito

La definizione degli interventi correttivi per il 1995 prendeva avvio nell'estate del 1994, con la presentazione del Documento di programmazione economico-finanziaria per gli anni 1995-97. Nel prefigurare la stabilizzazione del rapporto fra debito e PIL al termine del 1995 e la sua riduzione nell'anno seguente, il documento annunciava per il 1995 una manovra dell'ordine del 3 per cento del prodotto; con essa si intendeva ricondurre il fabbisogno statale sul livello di 138.600 miliardi, pari all'8 per cento del prodotto.

La successiva Relazione previsionale e programmatica ribadiva gli obiettivi stabiliti dal Documento di programmazione, quantificando la dimensione dell'intervento in 48.000 miliardi. Tra i 27.000 miliardi previsti dal lato della spesa, un ruolo preponderante veniva assegnato a misure dirette a incidere sugli esborsi previdenziali e della sanità; nel loro complesso, le azioni riguardanti la spesa corrente miravano a contenerne la crescita nei limiti dell'inflazione programmata. Dal lato delle entrate, si faceva prevalente affidamento su interventi di carattere transitorio, quali il concordato tributario "di massa" e l'oblazione per la sanatoria degli abusi edilizi; in attesa della definizione di una radicale riforma dell'ordinamento tributario, nel 1995 la pressione fiscale sarebbe dovuta rimanere invariata sul livello dell'anno precedente. La manovra veniva attuata con la legge finanziaria e le norme collegate, rinviando la definizione del riassetto del sistema previdenziale a un provvedimento specifico, poi approvato nell'agosto del 1995 (cfr. la sezione: *Principali provvedimenti di politica economica*, in *Bollettino Economico*, n. 25, 1995).

L'andamento sfavorevole dei tassi d'interesse emerso nella seconda metà del 1994 aveva reso più arduo il raggiungimento degli obiettivi indicati per l'anno seguente. Il nuovo Governo insediato nel febbraio del 1995 assumeva con prontezza iniziative di correzione degli squilibri: nel mese di febbraio veni-

va approntata una manovra aggiuntiva, ufficialmente valutata in circa 1,2 punti percentuali del PIL, per quasi tre quarti basata su aumenti dell'imposizione indiretta, riguardanti principalmente l'IVA e le accise sui prodotti energetici. In aprile la Relazione trimestrale di cassa, sulla base di più elevate ipotesi di crescita e di inflazione, indicava per il fabbisogno del 1995 una stima di 134.000 miliardi. L'obiettivo della riduzione del rapporto fra debito e PIL veniva collocato nel 1995. L'anticipo di un anno rispetto al termine originariamente stabilito si fondava sulla più elevata crescita del prodotto che si andava profilando per il biennio 1994-95 e sull'ipotesi di una graduale flessione dei tassi d'interesse.

Nel Documento di programmazione economico-finanziaria del giugno 1995, l'obiettivo di fabbisogno veniva definitivamente stabilito in 130.000 miliardi, contro i 138.600 originariamente previsti. Secondo le valutazioni ufficiali, gli effetti della manovra aggiuntiva (21.100 miliardi) e un più favorevole sviluppo degli incassi di bilancio (2.600 miliardi) avrebbero più che compensato maggiori esborsi per 15.200 miliardi, in prevalenza dovuti alla lievitazione degli oneri per interessi. Gli esborsi previsti per il servizio del debito venivano infatti elevati a 190.000 miliardi, a cui si sarebbe contrapposto un avanzo primario di 60.000 miliardi. La Relazione previsionale e programmatica del settembre 1995 confermava la stima per il fabbisogno complessivo, innalzando marginalmente sia la spesa per interessi, sia l'avanzo primario. Come detto, a fine anno l'obiettivo di 130.000 miliardi veniva infine raggiunto.

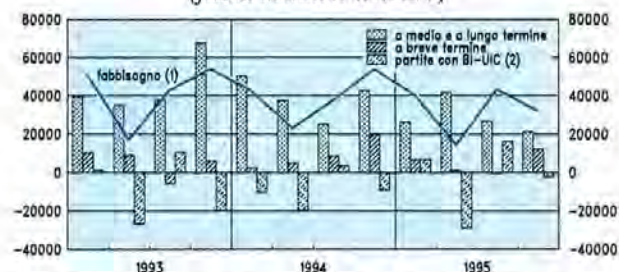
Considerando gli opposti effetti degli esborsi per la regolazione di debiti pregressi (quasi 3.200 miliardi) e degli introiti delle dismissioni patrimoniali (oltre 8.300 miliardi), le effettive esigenze di finanziamento del settore statale nella definizione inclusiva dell'Anas sono ammontate a 127.500 miliardi. Analogamente agli anni precedenti, quasi il 60 per cento delle occorrenze si è determinato nel secondo semestre dell'anno, nonostante che nel mese di dicembre si sia registrato un ragguardevole e inusitato avanzo. Su di esso hanno avuto effetto afflussi tributari di natura transitoria, anticipi nell'accredito di somme dovute da istituzioni comunitarie e il contenimento dei

prelievi dalla Tesoreria da parte di enti esterni al settore statale (fig. 22).

Riguardo alle scelte di copertura del fabbisogno, nel 1995 si è assistito a una riduzione dell'incidenza delle emissioni a medio e a lungo termine sui finanziamenti complessivi, discesa dal 93 al 70 per cento (prescindendo, per omogeneità di raffronto, dalla particolare emissione di titoli per circa 76.000 miliardi, avvenuta nel 1994 in seguito all'estinzione del conto corrente di Tesoreria). Tale flessione è anche ricollegabile al minore rilievo assegnato nell'anno in esame all'obiettivo di ampliare le disponibilità detenute dal Tesoro presso la Banca centrale, perseguito nel 1994 attraverso collocamenti effettuati per un ammontare eccedente le necessità di finanziamento del settore statale.

Fig. 22

Fabbisogno trimestrale del settore statale (1) e sue forme di copertura (flussi in miliardi di lire)



(1) Struttura dei conti che esclude le Ferrovie, i Monopoli, i Telefoni e le Poste. I dati sono al lordo delle regolazioni di debiti pregressi. - (2) Diversi da titoli. Sono esclusi da questa voce e dall'indebitamento a medio e a lungo termine i movimenti contrapposti conseguenti all'estinzione del conto di Tesoreria.

Quale effetto delle decisioni finanziarie sopra delineate, al termine del 1995 l'attivo del conto disponibilità detenuto dal Tesoro presso la Banca d'Italia ha raggiunto il valore di 63.000 miliardi. La consistenza del Fondo di ammortamento dei titoli del debito pubblico ha toccato i 9.000 miliardi; parte dei proventi delle dismissioni patrimoniali, accreditati su tale conto, sono stati impiegati per effettuare due operazioni di riacquisto di titoli pubblici, per circa 5.500 miliardi in complesso.

Nel 1995 il Tesoro ha avviato il classamento di CTZ, titoli biennali privi di cedola il cui valore di rimborso, in analogia ai BOT, si riflette immediatamente e per la sua interezza sulla consistenza del debito; nell'anno il netto ricavo derivante dai collocamenti

di tali titoli ha superato i 38.000 miliardi; per contro, si sono avuti rimborsi netti di CCT (quasi 30.000 miliardi) e di BOT (per 1.500 miliardi). Il peso relativo della raccolta postale si è lievemente accresciuto (dal 15,4 al 16,1 per cento del fabbisogno), mentre più netto è stato l'aumento dell'incidenza dei collocamenti sull'estero (dal 5,9 al 20,1 per cento), tornata a salire dopo quattro anni di consecutive flessioni (tav. a20).

La consistenza del debito del settore statale, nella definizione che include l'ente Anas, è salita dai 1.937.400 miliardi del dicembre 1994 ai 2.082.700 miliardi nello stesso mese del 1995, con un aumento del 7,5 per cento (9,6 per cento nel 1994). Vi avrebbe fatto riscontro una flessione di circa due decimi di punto dell'incidenza percentuale sul PIL, collocatasi sul livello del 117,9 per cento al termine del 1995 (tav. a21). Nel corso dell'anno, la vita media residua dei titoli emessi dal settore pubblico è rimasta pressoché invariata attorno a un valore di tre anni.

L'andamento delle principali poste dei conti pubblici

Nel 1995, secondo il primo consuntivo elaborato dall'Isco, l'indebitamento netto che scaturisce dal conto economico consolidato delle Amministrazioni pubbliche si è ridotto da 147.100 a 127.000 miliardi (dal 9,0 al 7,2 per cento del PIL; tav. 18), segnando una flessione lievemente inferiore a quella del fabbisogno finanziario del settore statale. Alla riduzione del saldo complessivo hanno insieme contribuito le diminuzioni del disavanzo in conto capitale, disceso di circa 9.000 miliardi a 48.000 miliardi, e di quello di conto corrente, che ha raggiunto i 79.000 miliardi, contro 90.200 nel 1994. L'avanzo complessivo al netto degli interessi è aumentato di quasi 40.000 miliardi, passando dai 28.600 miliardi del 1994 ai 67.000 del 1995 (rispettivamente pari all'1,7 e al 3,8 per cento del PIL).

La flessione dei saldi delle Amministrazioni pubbliche appare interamente attribuibile alla spesa, il cui peso sul PIL è diminuito di oltre 1 punto percentuale (dal 55,4 al 54,0 per cento), per effetto di un incremento limitato al 4,9 per cento; l'incidenza delle entrate complessive (tributarie, contributive e di natura diversa) è invece lievemente aumentata, dal 46,5

Tav. 18

Conto economico consolidato delle Amministrazioni pubbliche (miliardi di lire; variazioni percentuali)

VOCI	1994	1995	1994	1995
			1993	1994
USCITE				
Redditi da lavoro dipendente	196.723	203.000	1,7	3,2
Consumi intermedi	83.547	84.000	3,7	0,5
Prestazioni sociali	319.197	333.000	5,5	4,3
Contributi alla produzione	36.550	36.500	2,3	-0,1
Interessi passivi	175.613	194.000	-6,5	10,5
Altre uscite	34.639	38.500	-6,2	-11,1
Uscite correnti	846.269	889.000	1,1	5,0
<i>In % del PIL</i>	<i>51,6</i>	<i>50,3</i>	-	-
Investimenti	38.111	40.000	-7,4	5,0
Contributi agli investimenti	20.689	22.000	-14,1	6,3
Altre spese in c/capitale	4.653	3.000	-50,1	-35,5
Uscite in c/capitale	63.453	65.000	-14,9	2,4
TOTALE USCITE	909.722	954.000	-0,2	4,9
<i>In % del PIL</i>	<i>55,4</i>	<i>54,0</i>	-	-
Tot. uscite al netto degli interessi	734.109	760.000	1,4	3,5
<i>In % del PIL</i>	<i>44,7</i>	<i>43,0</i>	-	-
ENTRATE				
Imposte dirette	244.686	259.500	-2,4	6,0
Imposte indirette	191.633	209.000	2,7	9,1
Contributi sociali	246.985	263.000	2,7	6,5
Altre entrate correnti	72.813	78.500	1,4	7,8
Entrate correnti	756.117	810.000	0,9	7,1
<i>In % del PIL</i>	<i>46,1</i>	<i>45,8</i>	-	-
Entrate in c/capitale	6.550	17.000	-53,4	159,5
TOTALE ENTRATE	762.667	827.000	-0,1	8,4
<i>In % del PIL</i>	<i>46,5</i>	<i>46,8</i>	-	-
SALDI (AVANZO:-)				
Disavanzo corrente	90.152	79.000	-	-
<i>In % del PIL</i>	<i>5,5</i>	<i>4,5</i>	-	-
Disavanzo in c/capitale	56.903	48.000	-	-
<i>In % del PIL</i>	<i>3,5</i>	<i>2,7</i>	-	-
INDEBITAMENTO NETTO	147.055	127.000	-	-
<i>In % del PIL</i>	<i>9,0</i>	<i>7,2</i>	-	-
Indebitamento al netto degli interessi	-28.558	-67.000	-	-
<i>In % del PIL</i>	<i>-1,7</i>	<i>-3,8</i>	-	-

Fonte: elaborazioni su dati Isco.

al 46,8 per cento del PIL, nonostante il calo di quelle di natura fiscale.

Le spese al netto degli interessi hanno subito una leggera accelerazione rispetto all'anno precedente (3,5 per cento, contro l'1,4 del 1994). In presenza di un limitato recupero delle spese in conto capitale, l'operare di meccanismi istituzionali ha ritardato l'adeguamento delle uscite correnti primarie, cresciute del 3,6 per cento, al più elevato livello dei prezzi.

Le entrate correnti sono aumentate del 7,1 per cento. Anche l'incremento delle sole componenti tributarie e contributive correnti, pari al 7,2 per cento, è stato inferiore a quello del prodotto. Vi ha influito la debole crescita dei contributi sociali effettivi, riflesso della trascurabile ripresa occupazionale e della modesta dinamica delle retribuzioni unitarie; in senso espansivo hanno agito i proventi del condono contributivo (circa 4.000 miliardi), attualmente iscritti tra le entrate ordinarie. Quanto ai tributi correnti, l'aumento di un decimo di punto del peso percentuale sul PIL delle imposte indirette si è accompagnato alla caduta di due decimi dell'incidenza di quelle dirette. Considerando anche le imposte in conto capitale, la pressione tributaria e contributiva mostrerebbe un lieve aumento, raggiungendo il valore di 42,0 per cento: esso è da attribuire agli apporti del concordato di massa e dei tributi *una tantum* stabiliti con la manovra aggiuntiva per il 1995, nel complesso pari a oltre 8.000 miliardi.

L'andamento dei tributi correnti ha beneficiato degli effetti della manovra aggiuntiva e del rafforzamento dei livelli di attività. La manovra ha prevalentemente inciso sulle imposte indirette, sostenendone una crescita (9,1 per cento) resa già elevata dall'impulso della congiuntura sull'IVA e sulle imposte sulla produzione, nonché dall'accentuata espansione del gettito del lotto e lotterie. Più contenuta è stata l'espansione delle imposte dirette (6,0 per cento), che hanno risentito dell'andamento congiunturale dell'attività bancaria nel 1994: la flessione degli interessi corrisposti sui depositi ha contratto i versamenti netti della relativa imposta sostitutiva, attraverso lo scomputo di un elevato ammontare di crediti dagli accenti dovuti dalle aziende nel 1995; il deterioramento della loro redditività ha influito sull'Irpeg versata in autotassazione. Sul gettito di quest'ultimo tributo hanno inoltre pesato i primi effetti delle misure di de-

tassazione degli utili reinvestiti dalle imprese, assunte nel corso del 1994.

L'incremento del complesso delle imposte di pertinenza delle Amministrazioni pubbliche appare comunque minore di quello mostrato dagli incassi tributari del settore statale (9 contro circa 12 per cento). Come già avvenuto in passato, la divergenza potrebbe riflettere la minore elasticità al reddito nominale dei tributi propri delle amministrazioni locali, legati al più lento sviluppo delle basi imponibili reali e patrimoniali.

La spesa complessiva delle Amministrazioni pubbliche ha toccato i 954.000 miliardi, aumentando del 4,9 per cento, ma flettendo, come ricordato, in rapporto al PIL; ciò, nonostante la forte crescita degli oneri per interessi, che ha fatto seguito alla marcata riduzione del 1994. L'espansione delle uscite è stata frenata dal limitato recupero della componente in conto capitale, inferiore a quello programmato. L'aumento delle spese correnti diverse dagli interessi si è mantenuto al di sotto del tasso d'inflazione, grazie alla modesta accelerazione dei redditi da lavoro del settore pubblico e all'ulteriore, pronunciato rallentamento degli acquisti intermedi.

Le spese per il personale hanno raggiunto i 203.000 miliardi, con un aumento del 3,2 per cento, lievemente maggiore di quello registrato nel 1994 (1,7 per cento). L'accelerazione riflette l'entrata in vigore dei nuovi contratti di lavoro, che nel 1995 ha riguardato quasi tutti i comparti del pubblico impiego. In senso restrittivo hanno agito le misure di limitazione del *turnover* disposte alla fine del 1994. È invece risultata stazionaria la spesa per consumi intermedi (0,5 per cento), che già nel 1994 aveva registrato una crescita contenuta: accanto a fattori strutturali, l'andamento riflette il contenimento degli acquisti da parte di alcuni dicasteri e il taglio dei trasferimenti in favore degli enti territoriali, disposti con la manovra per il 1995.

La spesa per le prestazioni sociali è cresciuta del 4,3 per cento, contro il 5,5 per cento del 1994. Il minor ricorso alla Cassa integrazione guadagni e il contenimento della spesa sanitaria hanno frenato la crescita degli esborsi. La spesa pensionistica dovrebbe aver segnato un lieve rallentamento rispetto alla crescita del 6,8 per cento registrato nel 1994, conseguenza de-

gli interventi restrittivi stabiliti con la manovra di bilancio: principalmente, la temporanea sospensione della liquidazione dei trattamenti di anzianità disposta in attesa della definizione del riassetto del sistema previdenziale (poi confermata per l'intero anno, con alcune eccezioni), l'innalzamento dell'età pensionabile e il differimento dal mese di novembre al gennaio successivo dell'adeguamento dei trattamenti all'andamento dei prezzi. Un ulteriore contributo è derivato dal rinvio della perequazione delle cosiddette pensioni d'annata. In senso accrescitivo hanno invece operato le erogazioni per i trattamenti di disoccupazione e per le indennità di mobilità.

Gli esborsi per interessi sono ammontati a 194.000 miliardi, contro i 175.600 del 1994. Il loro notevole incremento, dell'ordine del 10,5 per cento, ha riflesso la risalita dei tassi all'emissione; ne è derivato un aumento dell'onere del debito dal 9,2 al 9,4 per cento della relativa consistenza media annua. In particolare, il tasso medio lordo sui BOT sulle tre scadenze è passato dal 9,2 per cento del 1994 al 10,8 del 1995: da un minimo dell'8,1 per cento toccato alla metà del 1994, il rendimento lordo medio ponderato dei BOT è risalito di quasi 2 punti percentuali durante il secondo semestre del 1994, giungendo a sfiorare il 12 per cento nel marzo seguente. La successiva lenta

e discontinua flessione non è stata tuttavia sufficiente a riassorbire l'espansione degli oneri.

Nel loro complesso, le uscite in conto capitale hanno evidenziato un modesto recupero (2,4 per cento), che segue le forti flessioni degli anni precedenti. L'erogazione di un ammontare assai più contenuto dell'anno precedente di rimborsi di crediti d'imposta in titoli, inclusi per convenzione contabile in tale posta, ne ha limitato l'incremento annuo. Depurando da tale fenomeno, le spese in conto capitale avrebbero fatto registrare un aumento del 4 per cento circa, attribuibile in larga misura alla ripresa della concessione di contributi a vantaggio delle imprese, cresciuti del 6,3 per cento (contro il calo del 14,1 per cento nel 1994). La dinamica della componente riferita alla costituzione di capitali fissi (5,0 per cento) è risultata lievemente inferiore alla crescita del 5,6 per cento, indicata dal Governo nel Documento di programmazione economico-finanziaria del luglio scorso. Si sarebbe dunque interrotta la caduta degli investimenti pubblici osservata nei tre anni precedenti e stabilizzata la loro quota sul PIL su un valore del 2,3 per cento, peraltro inferiore alla media europea. In questa fase, un limitato sostegno al processo di accumulazione pubblica dovrebbe essere derivato dalla ripresa dell'attività di spesa degli enti locali.

La politica monetaria, gli intermediari e i mercati finanziari

Con l'aumento dei tassi d'interesse ufficiali alla fine di maggio, che seguiva quelli dell'agosto 1994 e del febbraio 1995, la Banca d'Italia ha rafforzato l'indirizzo restrittivo della politica monetaria, volto a piegare le aspettative d'inflazione. Ha preso come riferimento per la dinamica dei prezzi al consumo il limite, indicato all'Assemblea annuale, di un tasso di crescita del 4,5 per cento nella media del 1995, al netto dell'imposizione indiretta, e la sua discesa al di sotto del 4 per cento nella media del 1996.

I tassi del mercato monetario sono rimasti, tra luglio e dicembre, in prossimità o al di sopra del costo massimo del rifinanziamento (10,5 per cento; fig. 23); è salito, nella media del secondo semestre, il divario tra il tasso d'interesse a breve termine e l'inflazione (fig. 24). La struttura dei tassi d'interesse sulle scadenze più lunghe è divenuta, alla fine dell'anno, sostanzialmente piatta; il divario tra i rendimenti sugli *swaps* a dieci anni e quelli a tre mesi sul mercato

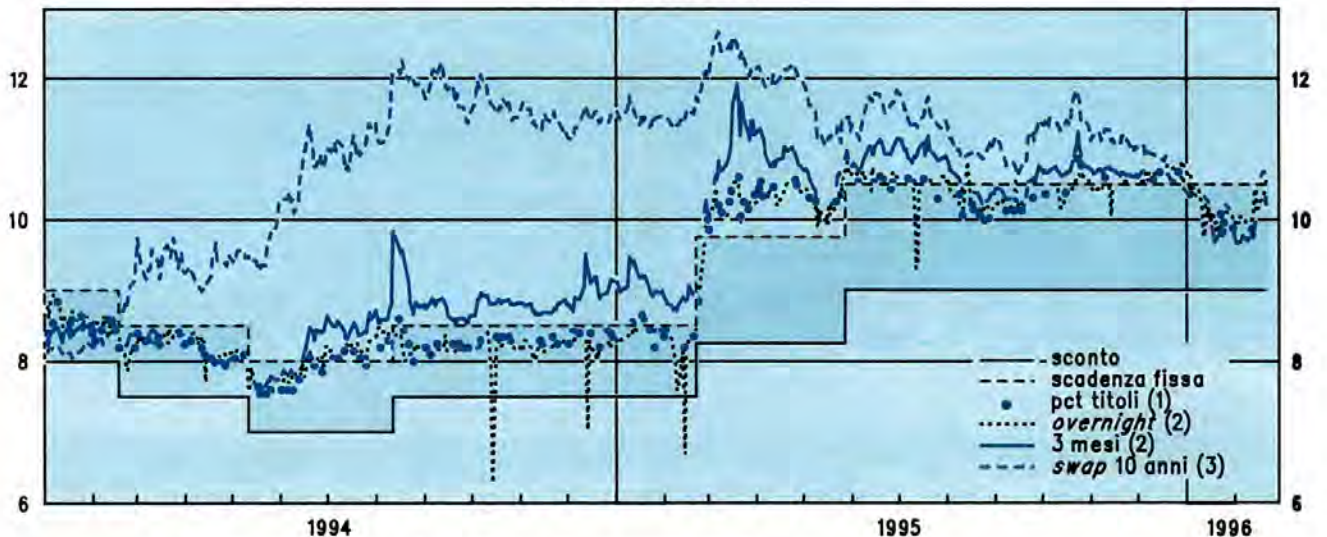
dell'euro lira – già sceso attorno a 0,6 punti percentuali alla fine di maggio, da 2,5 punti dell'inizio del 1995 – si è annullato alla fine dell'anno.

Pur in presenza di una flessione dei rendimenti a breve termine e dei tassi ufficiali nei principali paesi europei, la Banca d'Italia ha mantenuto, nel secondo semestre, un indirizzo restrittivo, a causa del permanere di un elevato divario inflazionistico con l'estero e dell'arresto, nell'ultimo trimestre, del calo dell'inflazione. Tale orientamento ha contribuito a contenere le aspettative inflazionistiche, favorendo una tendenziale riduzione dei rendimenti sui titoli di Stato a lunga scadenza.

All'inizio del 1996 quella flessione è divenuta più rapida, superando quella registrata contemporaneamente nei principali paesi. A ciò contribuivano, insieme con il conseguimento degli obiettivi di finanza pubblica per il 1995 e l'approvazione della legge

Fig. 23

Tassi d'interesse ufficiali e rendimenti nel mercato monetario e finanziario (valori percentuali)



(1) Tasso marginale di aggiudicazione alle aste. – (2) Tasso effettivo sulle transazioni del MID. – (3) Tasso dell'euromercato.

finanziaria, le migliorate aspettative d'inflazione. La Banca d'Italia ha consentito che le pressioni al ribasso sui tassi del mercato si traducessero in parte in una flessione dei rendimenti sull'interbancario. Alla metà di febbraio, al nuovo indebolimento del cambio si è associato l'aumento dei rendimenti a lungo termine; i tassi sul mercato interbancario sono risaliti.

Fig. 24

**Tasso d'interesse reale sui BOT a tre mesi
e tasso di cambio effettivo reale della lira**
(valori percentuali e numeri indice)



(1) Tasso di cambio effettivo reale della lira nei confronti delle valute dei 14 principali partners commerciali; indice: 1987=100. Un aumento dell'indice indica un apprezzamento. - (2) Tasso d'interesse netto composto sui BOT a tre mesi, deflazionato con la media mobile, nei tre mesi terminanti in quello indicato, delle variazioni mensili destagionalizzate e rapportate ad anno dell'indice del costo della vita al netto delle imposte indirette. Il rendimento nominale è la media mensile dei tassi di aggiudicazione dei BOT ponderata per le quantità aggiudicate.

L'indirizzo della politica monetaria si è riflesso sugli aggregati monetari, cresciuti nel corso del 1995 con ritmi storicamente molto contenuti. A fronte di una espansione del PIL in termini nominali di circa 8 punti percentuali e di un aumento del livello medio del costo della vita del 5,4 per cento, la base monetaria è cresciuta dell'1,2 per cento; la moneta M2, calcolata con riferimento alle medie trimestrali, del 2,1 per cento. A quest'ultimo andamento hanno contribuito le banche con le rilevanti cessioni di titoli mediante operazioni pronti contro termine. Il credito all'economia è cresciuto del 2,2 per cento, contro lo 0,7 dell'anno precedente. In termini reali gli aggregati sono diminuiti.

Le banche hanno fatto fronte alla domanda di credito cedendo titoli, in via definitiva e con operazioni temporanee con la clientela. La flessione del portafoglio ha riguardato soprattutto la componente a breve termine, ma sono stati ceduti anche titoli a lungo termine a tasso fisso. L'incremento delle partite in sofferenza è proseguito, pur se con ritmi più contenuti; le

condizioni di erogazione del credito bancario sono rimaste improntate alla prudenza.

In base alle informazioni disponibili, che riguardano i primi nove mesi del 1995, i margini di reddito delle banche hanno mostrato un miglioramento rispetto ai risultati, particolarmente sfavorevoli, dello stesso periodo dell'anno precedente. L'ampliarsi del differenziale tra i tassi sugli impieghi e quelli sui depositi si è riflesso solo parzialmente sul margine d'interesse, a seguito dell'espansione delle operazioni di cessione di titoli pronti contro termine.

La conduzione della politica monetaria

Dopo un sensibile miglioramento nell'estate, le quotazioni della lira e dei titoli di Stato risentivano, dalla seconda metà di settembre 1995, della debolezza del dollaro e del profilarsi di incertezze sul processo di unificazione europea; subivano un ulteriore brusco cedimento nella terza decade di ottobre, per effetto delle accresciute tensioni nel quadro politico. Tra il 13 e il 23 ottobre il tasso di cambio effettivo della nostra valuta si deprezzava di oltre il 2 per cento; il rendimento lordo dei BTP a dieci anni aumentava di 70 punti base, al 12,4 per cento, e il differenziale con i rendimenti dei corrispondenti titoli tedeschi tornava a 5,9 punti percentuali, il livello più elevato dall'inizio dell'estate. La Banca d'Italia rendeva più rigido il controllo della liquidità: il tasso sulle operazioni pronti contro termine e quello *overnight* risalivano al di sopra del saggio sulle anticipazioni a scadenza fissa (10,5 per cento), al 10,9 e al 10,7 per cento rispettivamente; il differenziale tra i rendimenti a tre mesi in lire e quelli in marchi si portava sui livelli massimi dell'anno, poco al di sotto dei 7 punti percentuali (fig. 25).

Allentate le tensioni più acute fin dagli ultimi giorni di ottobre, si avviava una fase di recupero della lira e dei corsi dei titoli di Stato. Il recupero ha in parte riflesso il rafforzamento del dollaro e la flessione dei rendimenti sui principali mercati obbligazionari europei, legata ad aspettative di una evoluzione ciclica meno favorevole e di un conseguente mutamento, poi confermato dagli eventi, nell'orientamento delle politiche monetarie nei principali paesi.

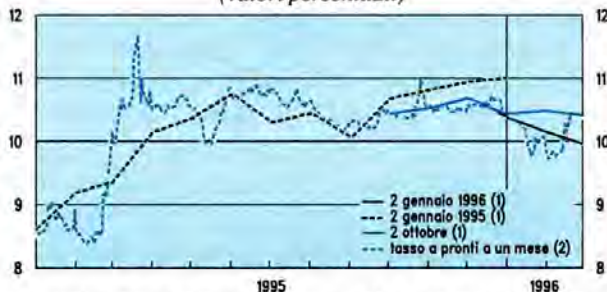
Recenti sviluppi nella struttura dei tassi d'interesse

Per tutta la seconda metà del 1995, l'andamento effettivo dei tassi a breve termine è risultato sostanzialmente in linea con le attese desumibili dalla struttura per scadenze dei rendimenti rilevata sull'euromercato, così come era avvenuto nel primo semestre (fig. 1; cfr. il riquadro: L'andamento dei tassi di interesse a termine nel 1995, in Bollettino Economico, n. 25, 1995). La stabilità dell'orientamento restrittivo della politica monetaria sembra essere stata, anche in questa fase, correttamente anticipata dal mercato.

Dal mese di settembre dello scorso anno la struttura dei rendimenti per le scadenze inferiori all'anno ha assunto, per la prima volta dalla fine del 1993, un'inclinazione negativa, segnalando, in particolare, attese di riduzioni dei tassi su un orizzonte fra sei e dodici mesi.

Fig. 1

Tassi a un mese a pronti e a termine (valori percentuali)



(1) Curve dei tassi a termine a un mese implicite nei tassi Libor alle date di contrattazione indicate nel grafico. La prima osservazione di ogni curva coincide con il tasso a pronti. - (2) Tasso Libor.

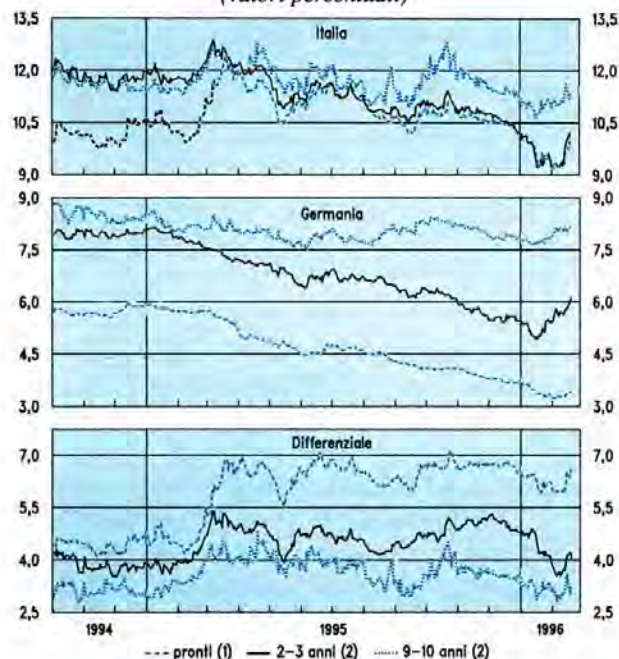
Dalla fine di ottobre del 1995 alla metà di febbraio, il differenziale di interesse rispetto ai tassi tedeschi è diminuito di 65 punti base nel comparto a tre mesi e di 100 in quello a un anno; il differenziale tra i tassi ufficiali è invece aumentato, dopo la riduzione di 50 punti base dei tassi della Bundesbank in dicembre. Tali differenziali si sono mantenuti su un livello sensibilmente più elevato del divario nei tassi di inflazione.

Il mantenimento dell'indirizzo restrittivo della politica monetaria, pur in presenza di una flessione dei tassi ufficiali negli altri paesi europei, ha contribuito a contenere le aspettative di inflazione a medio e a lungo termine, sia in termini assoluti, sia in rapporto a quelle esistenti in Germania. Un'indicazione in tal senso si trae dall'andamento dei tassi e dei relativi differenziali anche sull'orizzonte temporale più lontano, ridottisi fortemente tra la seconda metà di dicembre dello scorso anno e la prima

metà di gennaio (fig. 2). Dalla fine di ottobre alla metà di febbraio, il tasso forward a un anno tra nove anni è diminuito di quasi 1,4 punti percentuali; sulle scadenze fino a quattro anni la riduzione è stata pari a poco più di 1 punto percentuale. Nello stesso periodo il differenziale a termine rispetto ai tassi tedeschi sugli orizzonti superiori a un anno si è abbassato, in misura pressoché uniforme, di poco più di 1 punto percentuale. Riduzioni analoghe sono riscontrabili nei medesimi differenziali a termine con gli Stati Uniti.

Fig. 2

Tassi a un anno a pronti e a termine (valori percentuali)

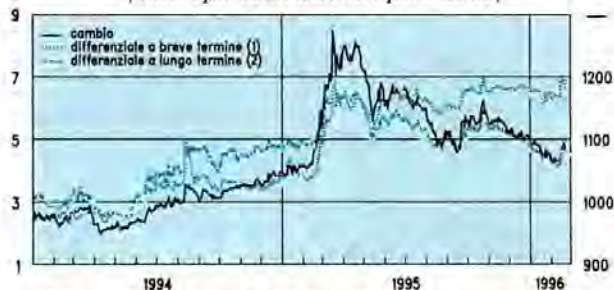


(1) Tasso Libor. - (2) Calcolato sulla base dei tassi swap.

All'inizio di quest'anno la pendenza negativa della struttura dei rendimenti a breve si è rapidamente accentuata. Contemporaneamente, i tassi a breve termine sono diminuiti in misura superiore a quanto desumibile dalle curve a termine rilevate in precedenza. Questi andamenti potrebbero riflettere, oltreché la menzionata flessione delle aspettative inflazionistiche, l'estendersi all'economia italiana di attese di rallentamento congiunturale; un fenomeno analogo era avvenuto nel corso del 1995 in altre economie europee che si trovavano in una fase più avanzata del ciclo.

Fig. 25

Differenziali d'interesse con la Germania e tasso di cambio lira/marco
(valori percentuali e lire per marco)



(1) Differenza, in punti percentuali, fra i tassi Libor a tre mesi in lire e in marchi. - (2) Differenza, in punti percentuali, fra il tasso degli swaps d'interesse a dieci anni in lire e il corrispondente tasso in marchi.

Tra l'ultima settimana di ottobre e la fine dell'anno il tasso di cambio effettivo della lira si apprezzava del 4 per cento circa, mentre il rendimento dei BTP a dieci anni scendeva di 150 punti base, al 10,9 per cento; il differenziale con i corrispondenti tassi tedeschi si riduceva a 4,9 punti percentuali. All'apprezzamento della nostra valuta, che andava nella direzione di alleggerire in prospettiva le pressioni inflazionistiche, si contrapponeva una pausa nella discesa dell'inflazione corrente. L'azione della Banca sul mercato monetario rimaneva improntata alla cautela; i rendimenti delle operazioni pronti contro termine e quello interbancario *overnight* si mantenevano, negli ultimi mesi dell'anno, vicino al livello del tasso sulle anticipazioni a scadenza fissa.

La flessione dei rendimenti a medio e a lungo termine proseguiva all'inizio del 1996, alimentata dal consolidarsi dei segnali di rallentamento delle economie europee e dalle riduzioni dei tassi ufficiali in alcuni paesi. A tali fattori si aggiungevano elementi favorevoli di origine interna: il raggiungimento degli obiettivi fissati per i conti pubblici del 1995 e l'approvazione della legge finanziaria per il 1996. Il calo dei rendimenti a lunga scadenza era particolarmente accentuato in Italia, dove la tendenza decrescente era iniziata più tardi che all'estero: il divario dei tassi d'interesse si riduceva nei confronti di tutti i principali paesi (quello con i Bund tedeschi toccava un valore minimo pari a 4,1 punti percentuali il 9 febbraio), mentre la curva dei rendimenti a termine si abbassava

ulteriormente (cfr. il riquadro: *Recenti sviluppi nella struttura dei tassi d'interesse*). Il tasso di cambio effettivo della lira si apprezzava ancora, di circa il 4 per cento tra l'inizio dell'anno e la prima decade di febbraio, tornando sui livelli prevalenti nel dicembre 1994 e riassorbendo pressoché interamente gli effetti della crisi del periodo febbraio-marzo 1995. Le condizioni del mercato monetario riflettevano il più disteso clima dei mercati finanziari; la regolazione della liquidità rimaneva tuttavia orientata all'obiettivo antinflazionistico. Il rendimento delle operazioni temporanee della Banca d'Italia si portava attorno al 10 per cento; simile risultava la flessione dei tassi sulla scadenza trimestrale, scesi fino al 9,8 per cento (cfr. il riquadro: *Gli interventi della Banca d'Italia sul mercato monetario*).

Alla metà di febbraio, l'incertezza politica interna e l'indebolimento del dollaro hanno provocato un'inversione nell'andamento del cambio e dei rendimenti a lungo termine. Il 26 febbraio il tasso sui BTP decennali si è collocato sul 10,8 per cento; tra il 13 e il 26 la lira si è deprezzata dell'1,4 per cento nei confronti del marco. I tassi sul mercato interbancario si sono collocati attorno al 10 per cento.

Tav. 19

Base monetaria e moneta (1)
(variazioni percentuali nel periodo)

VOCI	1994		1995 (2)	
	Ott.-Dic. (3)	Anno	Ott.-Dic. (3)	Anno
Circolante	4,3	6,4	0,5	1,9
Riserve bancarie (4)	-6,3	0,7	0,9	0,8
Base monetaria (4)	-2,6	2,8	0,8	1,2
Depositi bancari	-2,6	0,9	6,5	1,1
Moneta (M2)	-1,4	1,9	6,3	2,1

(1) I dati del circolante, delle riserve bancarie e della base monetaria sono calcolati come medie di dati giornalieri nel periodo di mantenimento della riserva obbligatoria (15 del mese - 14 del mese successivo). I dati dei depositi e della moneta sono calcolati come medie trimestrali; M2 include i certificati di deposito bancari. - (2) Dati provvisori. - (3) In ragione d'anno, al netto della componente stagionale. - (4) Dati corretti per la variazione del coefficiente medio di riserva obbligatoria.

Gli interventi della Banca d'Italia sul mercato monetario

Anche nell'ultimo trimestre del 1995, l'indirizzo della politica monetaria è rimasto restrittivo, volto a favorire il rientro dell'inflazione. La regolazione della liquidità bancaria ha teso alla stabilizzazione dei tassi del mercato monetario attorno al costo delle anticipazioni a scadenza fissa (10,5 per cento); il dosaggio dell'offerta di finanziamenti con operazioni pronti contro termine e la concessione di anticipazioni a scadenza fissa hanno impedito oscillazioni eccessive dei rendimenti. Nell'azione di regolazione monetaria è stato utilmente impiegato lo strumento delle operazioni in BOT a titolo definitivo.

Fig. 1



Nel periodo ottobre-novembre il Tesoro ha utilizzato parte degli ingenti fondi accumulati nei mesi precedenti sul conto di disponibilità presso la Banca d'Italia; la creazione di base monetaria per il tramite di questo canale è ammontata a 35.700 miliardi. In questa fase la Banca d'Italia ha effettuato un numero limitato di operazioni temporanee in

titoli (quattro in ottobre e tre in novembre): l'indebitamento temporaneo in titoli del sistema bancario, pari a 34.000 miliardi a fine settembre, è sceso rapidamente, fino ad annullarsi nei primi giorni di novembre (fig. 1); in dicembre è risalito, in presenza di un forte assorbimento di base monetaria attraverso il canale del Tesoro, determinato principalmente dall'avanzo di cassa del Tesoro.

Nella seconda metà di ottobre, con l'acuirsi delle tensioni sui mercati finanziari e dei cambi, il controllo della liquidità è divenuto più rigido; per alcuni giorni i tassi d'aggiudicazione alle aste pronti contro termine si sono posizionati al di sopra del tasso sulle anticipazioni a scadenza fissa (attorno al 10,9 per cento).

In novembre i rendimenti a brevissimo termine sono stati mantenuti stabili attorno al 10,5 per cento. All'inizio del mese un temporaneo eccesso di fondi è stato riassorbito con una operazione di vendita di BOT sul mercato secondario tramite asta; la limitata offerta di fondi attraverso le operazioni pronti contro termine ha segnalato al mercato l'intenzione di mantenere stabili le condizioni monetarie; nel contempo, la concessione di anticipazioni a scadenza fissa nella seconda parte del mese ha impedito movimenti eccessivi verso l'alto dei tassi monetari.

Il 27 novembre il Tesoro ha effettuato la prima operazione di riacquisto di titoli di Stato sul mercato, utilizzando le somme derivanti dalle dismissioni patrimoniali depositate sul fondo di ammortamento presso la Banca d'Italia. L'effetto positivo sulla liquidità bancaria è stato di 3.000 miliardi di circa; esso è stato agevolmente compensato mediante il dosaggio dell'offerta di operazioni temporanee. Alla fine

L'ulteriore rallentamento della base monetaria nel 1995, accresciutasi dell'1,2 per cento contro il 2,8 del 1994 (tav. 19), ha riflesso la stazionarietà delle riserve bancarie e un forte rallentamento del circolante (dal 6,4 per cento del 1994 all'1,9), a cui ha contribuito la dinamica contenuta dei consumi delle famiglie e del reddito. La base monetaria creata attraverso il canale dell'estero è stata, nel 1995, pari a 2.900 miliardi (tav. 20). Come negli anni precedenti è stato ingente l'assorbimento di base monetaria del Tesoro, pari a 32.900 miliardi. Oltreché dal venire a scadenza di titoli

di Stato detenuti nel portafoglio della Banca d'Italia, per 25.200 miliardi, l'assorbimento ha risentito del versamento sui conti del Tesoro presso la Banca centrale dei proventi derivanti dalle dismissioni. Parte dei depositi sul fondo ammortamento è stata utilizzata per le prime due operazioni di riacquisto di titoli di Stato effettuate dal Tesoro nell'ultimo bimestre, per complessivi 5.500 miliardi al valore nominale (cfr. il paragrafo: *I mercati finanziari*); queste operazioni non hanno ostacolato il controllo della liquidità da parte della Banca d'Italia. La distruzione di base monetaria

del 1995 è stata effettuata una seconda operazione di questo tipo, per 2.500 miliardi circa.

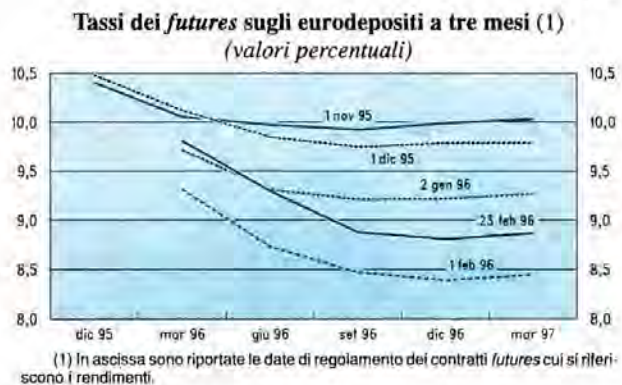
Nella seconda metà di dicembre, condizioni più favorevoli sui mercati internazionali e l'approvazione della legge finanziaria hanno determinato un ulteriore apprezzamento della lira; le quotazioni dei titoli a medio e a lungo termine sul mercato secondario sono salite. Gli interventi della Banca d'Italia sul mercato monetario sono rimasti orientati a un fermo indirizzo antinflazionistico, segnalando l'intenzione di mantenere invariati i tassi d'interesse. L'elevata domanda di liquidità da parte delle banche, accentuata da un impulso più restrittivo del previsto del canale del Tesoro, è stata in parte soddisfatta con la concessione di anticipazioni a scadenza fissa (la cui consistenza in essere è risultata nella media della seconda metà di dicembre di 6.000 miliardi); i rendimenti di mercato a brevissimo termine sono aumentati, portandosi per alcuni giorni attorno al 10,7 per cento. Nell'ultima asta pronti contro termine del mese, il rendimento marginale di aggiudicazione è tornato al 10,5 per cento, livello sul quale si sono portati i tassi a breve termine.

In gennaio è proseguito il calo dei rendimenti a più lungo termine, che, nella seconda metà del mese, ha subito un'accentuazione; il cambio ha continuato ad apprezzarsi. Sul mercato monetario, il Tesoro ha dato luogo a un'ampia creazione di fondi (4.900 miliardi); la Banca d'Italia ha compensato questo effetto restringendo l'offerta di operazioni temporanee (nelle prime due decadi del mese ne è stata attuata solo una) ed effettuando una operazione di vendita definitiva di BOT tramite asta competitiva. I rendimenti interbancari, anche a brevissimo termine, hanno risentito del clima di aspettative favorevole e della riduzione generaliz-

zata dei tassi a lungo termine. Il calo del rendimento pronti contro termine è stato di sei decimi di punto circa, al 9,9 per cento. Dalla metà di febbraio, con l'emergere di incertezze nel quadro politico interno, i rendimenti interbancari hanno ripreso a salire, portandosi attorno al 10,3 per cento. Al contenuto versamento della riserva in febbraio, legato al forte rallentamento della raccolta soggetta in gennaio, la Banca d'Italia ha risposto, il 15 febbraio, con una operazione di vendita di BOT sul mercato aperto.

Nel periodo ottobre-gennaio, si sono consolidate aspettative di diminuzione dei rendimenti. La struttura per scadenza dei tassi a tre mesi si è progressivamente spostata verso il basso; allo stesso tempo, se ne è accentuata la pendenza negativa. Dopo il 15 febbraio, riflettendo l'aumentata incertezza del quadro politico, la curva è tornata a spostarsi verso l'alto (fig. 2).

Fig. 2



da parte del Tesoro è stata in parte compensata attraverso le operazioni di mercato aperto, che hanno creato base monetaria per 14.900 miliardi; gli acquisti netti a titolo definitivo sono stati pari complessivamente a 22.800 miliardi; hanno riguardato BOT e BTP per 12.500 e 11.000 miliardi rispettivamente.

L'andamento della moneta M2 nel 1995 ha confermato quello registrato nell'anno precedente: essa è cresciuta del 2,1 per cento, valore analogo a quello del 1994 (tav. 19 e fig. 26). All'interno di questo ag-

gregato, i certificati di deposito con scadenza a diciotto mesi e oltre hanno registrato una espansione considerevole. La dinamica moderata della moneta ha riflesso soprattutto lo spostamento delle preferenze dei risparmiatori verso i BOT e i titoli acquistati con operazioni pronti contro termine, strumenti caratterizzati da un grado di liquidità e da una remunerazione entrambi elevati (cfr. il riquadro: *L'andamento delle attività liquide del settore non statale e della raccolta bancaria nei primi otto mesi del 1995*, in *Bollettino Economico*, n. 25, 1995).

Tav. 20

Base monetaria (1)
(variazioni in miliardi di lire)

VOCI	1994		1995 (2)	
	Ott.-Dic.	Anno	Ott.-Dic.	Anno
Creazione				
Estero	-809	3.297	1.621	2.906
di cui: <i>pct in valuta</i>	-	-813	1.107	10.592
Tesoro	-17.118	-54.743	-5.260	-32.899
Fabbisogno lordo (3)	53.459	156.235	31.191	127.537
<i>Per memoria:</i>				
regolazione debiti pregressi ..	5.954	6.442	516	3.185
dismissioni ...	2	5.921	7.438	8.354
Sottoscrizioni del mercato	-51.002	-176.475	-26.018	-118.998
Altre forme di copertura (4)	-19.575	-34.504	-10.432	-41.438
Mercato aperto ..	15.801	47.451	4.444	14.889
di cui: <i>operazioni temporanee</i> (5)	201	-3.802	1.663	-7.906
Rifinanziamento .	449	238	5.064	4.857
Altri settori	2.055	-6.154	1.315	-1.736
Totale ...	378	-9.911	7.185	-11.983

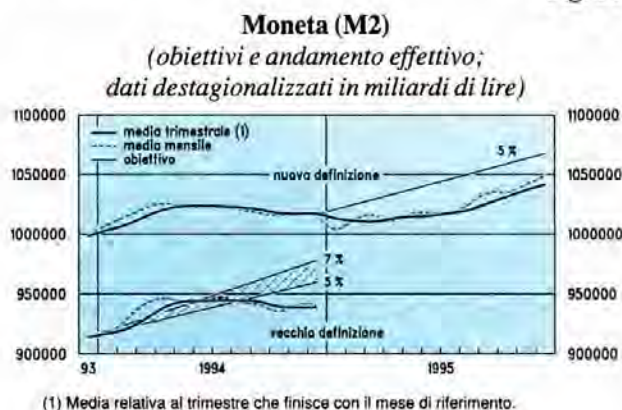
Utilizzo

Circolante	6.680	6.452	5.716	2.019
Riserve bancarie	-6.302	-16.364	1.469	-14.002
di cui: <i>riserva obbligatoria</i> (6)	-2.637	-13.332	-892	-18.732

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento della cifra decimale. - (2) Dati provvisori. - (3) Il fabbisogno si riferisce alla nuova definizione del settore statale (cfr. *Relazione annuale per il 1994 - Glossario*) e include le regolazioni di debiti pregressi e i proventi derivanti dalle dismissioni; include le ex aziende autonome che non vendono servizi sul mercato. Al netto di queste voci il fabbisogno nel 1995 è stato di 130.200 miliardi. - (4) Raccolta postale, debiti esteri, impieghi bancari a favore del settore statale, depositi degli Istituti di previdenza presso il Tesoro, depositi cauzionali presso la Cassa DD.PP. - (5) Al valore di bilancio. - (6) Obbligo medio di riserva nel periodo di mantenimento (15 del mese - 14 del mese successivo).

La dinamica più moderata delle attività finanziarie sull'interno (al 4,6 per cento, dal 6,1 del 1994; tav. 21) è ricollegabile, dal lato delle contropartite, al minor credito erogato al settore statale da operatori residenti, cresciuto nel 1995 del 5,5 per cento, contro l'8,7 del 1994. La decelerazione ha più che compensato l'impulso sulla formazione di attività finanziarie esercitata dalla ripresa dei finanziamenti interni al settore non statale, cresciuti del 2,1 per cento contro l'1,0 del 1994 (fig. 27). All'interno delle attività finanziarie, anche per effetto dei ricordati mutamenti nei portafogli finanziari privati, le attività liquide hanno mostrato una crescita sostenuta, del 6,7 per cento. Un contributo significativo è provenuto, grazie a condizioni favorevoli di remunerazione, dalla raccolta postale, la quale, pur in rallentamento rispetto all'anno precedente, è cresciuta dell'11,7 per cento. La disponibilità di attività liquide contraddistinte da una remunerazione relativamente elevata ha posto un freno agli investimenti in strumenti a medio e a lungo termine, cresciuti nel 1995 del 2,5 per cento, contro l'11,9 del 1994.

Fig. 26



L'attività degli intermediari creditizi

La crescita degli impieghi bancari nel 1995, del 2,7 per cento, è rimasta molto bassa, anche se superiore a quella (dell'1,0 per cento) del 1994; un freno ad essa è derivato dal permanere su livelli elevati dell'autofinanziamento delle imprese. Le banche hanno fatto fronte alla domanda di credito cedendo titoli sia in via definitiva sia con operazioni pronti con-

Tav. 21

Credito e attività finanziarie
(variazioni e quote percentuali; dati di fine periodo)

VOCI	Tassi di variazione sui dodici mesi		Quote percentuali sulle consistenze	
	Dic. 1994	Dic. 1995	Dic. 1994	Dic. 1995
Credito totale	5,6	5,1	100,0	100,0
di cui: finanziamenti al settore non statale	0,7	2,2	38,0	37,0
Da banche	0,9	2,7	32,7	32,0
Obbligazioni	3,3	-14,2	1,0	0,8
Dall'estero	-1,7	2,5	4,3	4,2
Attività finanziarie (1)	7,1	4,7	100,0	100,0
di cui: sull'interno	6,1	4,6	93,5	93,6
Attività liquide	2,2	6,7	58,7	58,9
di cui: M2 (2)	1,7	2,6	39,2	37,8
Titoli a medio e a lungo termine	11,9	2,5	29,9	30,2
Altre (3)	24,0	-7,9	4,9	4,5
di cui: sull'estero	24,9	6,1	6,5	6,4

(1) Al netto delle azioni. - (2) Variazioni percentuali calcolate su dati medi mensili; M2 comprende i certificati di deposito bancari. - (3) Quote di fondi comuni, attività del settore non statale verso banche, depositi cauzionali di imprese, titoli atipici e prestiti della Repubblica nel portafoglio del settore non statale.

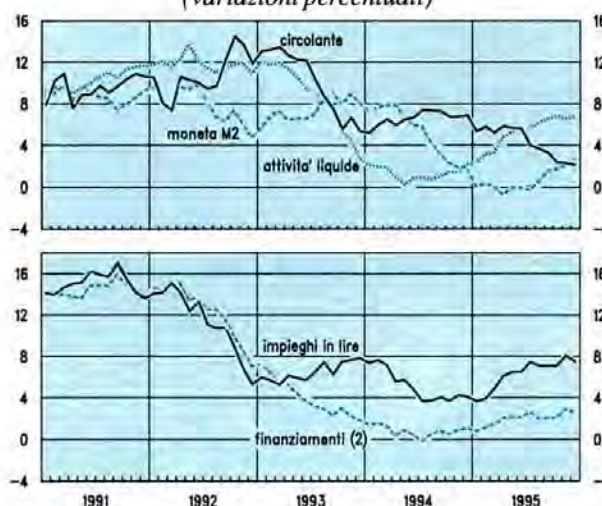
tro termine con la clientela, in presenza di una dinamica moderata dei depositi e di una riduzione della raccolta netta dall'estero. Lo sviluppo delle operazioni pronti contro termine ha consentito alle banche di evitare un generalizzato aumento del tasso sui depositi.

A fronte di una crescita degli impieghi in lire del 6,7 per cento, quelli in valuta, proseguendo nella tendenza avviata dall'inizio della fluttuazione della lira nel settembre 1992, si sono ridotti del 25 per cento circa. La dinamica del credito ha mostrato una accelerazione nelle componenti destinate alle società non finanziarie - con esclusione del comparto dell'edilizia e delle costruzioni - e alle famiglie produttrici (tav. 22). Tra gennaio e novembre, il ritmo di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle imprese industriali è salito al 10,1 per cento; si sono invece ulteriormente ridotti i crediti bancari alle società finanziarie e assicurative. La crescita dell'indebitamento bancario delle Amministrazioni pubbliche, alimentata negli anni passati dalle operazioni di ripianamento dei debiti di enti

pubblici appartenenti al settore non statale, si è fortemente ridotta.

Fig. 27

Aggregati monetari e creditizi (1)
(variazioni percentuali)



(1) Tassi di crescita sui dodici mesi, calcolati sulla base di dati medi per il circolante e per M2, di dati di fine mese per le attività liquide e gli aggregati creditizi. - (2) Finanziamenti interni al settore non statale.

La dinamica delle partite in sofferenza ha registrato un rallentamento, pur rimanendo elevata: sulla base delle statistiche di Vigilanza, la crescita nel 1995 è stata del 20,9 per cento, contro il 29,8 del 1994; il rapporto tra le partite in sofferenza e gli impieghi è salito al 10,3 per cento nel dicembre scorso.

La decelerazione ha interessato in maggior misura i prestiti alle imprese industriali (dal 33,3 al 12,4

per cento, tra la fine del 1994 e lo scorso novembre); per queste ultime, il rapporto tra partite in sofferenza e impieghi si è stabilizzato attorno all'8,5 per cento. Tra le società non finanziarie, il rallentamento è stato significativo anche per quelle produttrici di servizi per le quali, tuttavia, il tasso di crescita sui dodici mesi rimane elevato; non sono invece ancora ravvisabili segnali di miglioramento per il comparto dell'edilizia e per le famiglie produttrici.

Tav. 22

Impieghi bancari per settori di attività economica (1)
(valori percentuali)

PERIODI	Amministrazioni pubbliche (2)	Imprese finanziarie e assicurative	Imprese non finanziarie					Famiglie		Totale
			di cui: industria		di cui: edilizia	di cui: servizi	Consumatrici (4)	Produttrici		
			di cui: settori esportatori (3)							
<i>Variazioni sui dodici mesi dell'utilizzato (5)</i>										
1993 - Dicembre	23,6	-1,4	0,1	-5,4	-11,0	13,3	2,1	3,5	1,7	2,1
1994 - Novembre	12,8	-8,3	-0,3	0,0	-0,1	2,4	-0,3	5,3	2,1	0,8
1994 - Dicembre	9,2	-9,3	1,0	3,4	3,9	0,9	-0,2	6,1	2,0	1,0
1995 - Novembre	3,6	-5,2	6,4	10,1	9,2	-1,6	6,2	7,1	6,2	4,7
<i>Rapporto utilizzato-accordato (6)</i>										
1993 - Dicembre	34,9	61,5	56,1	48,1	46,6	72,9	59,7	65,8	63,7	57,6
1994 - Novembre	16,9	51,1	52,3	44,8	45,3	73,3	55,0	62,8	61,0	52,6
1994 - Dicembre	20,6	55,0	54,0	46,3	45,7	72,9	57,7	63,6	62,2	54,6
1995 - Novembre	21,0	49,2	52,7	45,0	46,1	71,6	57,5	63,1	60,6	52,7
<i>Variazioni sui dodici mesi delle sofferenze</i>										
1993 - Dicembre	1.217,6	28,8	29,9	25,7	22,3	26,0	46,1	26,7	17,0	26,5
1994 - Novembre	606,1	53,0	31,7	31,4	26,4	33,9	37,6	23,9	20,9	29,5
1994 - Dicembre	88,6	70,5	35,0	33,3	31,1	40,5	39,1	27,7	25,0	33,0
1995 - Novembre	28,9	17,3	21,6	12,4	10,3	38,8	24,9	21,7	19,8	21,0
<i>Rapporto sofferenze-impieghi (5)</i>										
1993 - Dicembre	0,5	1,8	7,1	6,5	7,6	8,5	6,2	8,0	13,4	6,6
1994 - Novembre	0,8	3,2	9,5	8,4	9,5	11,3	8,6	9,4	16,0	8,6
1994 - Dicembre	0,8	3,3	9,5	8,3	9,5	11,8	8,6	9,6	16,4	8,7
1995 - Novembre	1,0	4,0	10,7	8,5	9,5	15,9	10,0	10,6	18,0	9,9
<i>Composizione dell'utilizzato (5)</i>										
1995 - Novembre	9,3	12,1	50,0	22,7	7,5	7,4	18,9	15,5	13,1	100

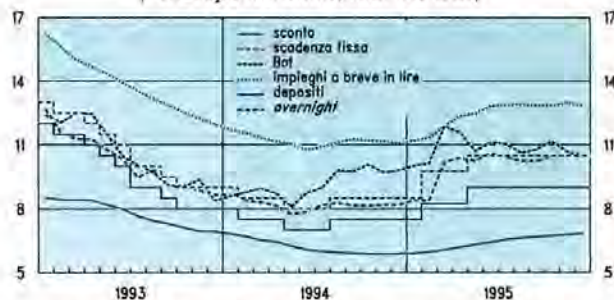
Fonte: Centrale dei rischi.

(1) Impieghi a clientela ordinaria residente. I dati di novembre 1995 sono provvisori. Il credito utilizzato è al netto delle sofferenze. Le variazioni della componente in valuta del credito utilizzato sono al netto degli aggiustamenti di cambio. - (2) Sono convenzionalmente incluse alcune società di servizi di proprietà pubblica che in passato operavano sotto la forma di aziende autonome. - (3) Macchine agricole e industriali, per ufficio ed elaborazione dati, materiali e forniture elettriche e prodotti tessili. - (4) Comprende anche le istituzioni sociali private. (5) Per le famiglie consumatrici e produttrici i dati sull'utilizzato sono desunti dalle statistiche di Vigilanza per evitare distorsioni determinate dalla soglia di rilevazione a 80 milioni nelle segnalazioni alla Centrale dei rischi; conseguentemente è stato ricalcolato anche il totale. - (6) Prestiti a breve termine in lire.

Dato il permanere di elevati livelli di rischiosità dei prestiti, le condizioni di offerta delle banche sono risultate solo marginalmente più distese: nella media del 1995 la quota di impieghi erogati a tassi pari o inferiori al *prime rate* dell'ABI è salita al 33,4 per cento (28,7 nella media del 1994). Calcolato con riferimento agli impieghi a breve termine in lire, nella media dei primi undici mesi del 1995 il rapporto tra il credito utilizzato e quello accordato, pari al 55 per cento circa, è risultato sostanzialmente invariato rispetto all'anno precedente.

Fig. 28

**Tassi d'interesse ufficiali,
di mercato monetario e bancari (1)**
(valori percentuali; dati mensili)



(1) Il tasso sui BOT è calcolato come media ponderata dei tassi di aggiudicazione sulle scadenze emesse.

Il tasso sugli impieghi a breve termine in lire, pari all'11,1 per cento alla fine del 1994, ha registrato incrementi considerevoli tra febbraio e luglio, portandosi attorno al 13 per cento, in risposta all'aumento dei tassi ufficiali (fig. 28). Successivamente esso è rimasto stabile, per poi segnare, verso la fine dell'anno, una moderata flessione (al 12,9 per cento). Il differenziale tra il tasso medio sugli impieghi a breve termine in lire e il rendimento medio sui BOT, di 1,3 punti percentuali alla fine del 1994, si era annullato nel marzo 1995; da maggio è risultato sempre superiore al valore di fine 1994.

Nel corso del 1995 il tasso sui depositi è cresciuto, seguendo, con gradualità, la tendenza all'aumento dei tassi sui BOT registrata nel periodo compreso tra la metà del 1994 e il luglio 1995; nei mesi finali del 1995 i rendimenti dei depositi si sono stabilizzati. Il differenziale tra il tasso sui BOT e quello sui depositi, al netto del diverso trattamento fiscale, ha raggiunto in marzo un valore massimo di 5,7 punti percentuali; è poi diminuito, collocandosi alla fine del 1995 a 3,9

punti, due decimi in meno del valore di un anno prima. Il suo valore medio annuo è risultato, tuttavia, superiore a quello registrato nel 1994: 4,5 contro 3,3 punti.

La dinamica tendenziale dei depositi è risultata negativa fino ad agosto; da settembre è tornata positiva facendo registrare un'accelerazione; nell'ultimo quadrimestre dell'anno la crescita sul mese precedente, in ragione d'anno e al netto della stagionalità, è stata in media del 7,4 per cento. I depositi in conto corrente sono cresciuti dello 0,6 per cento, contro il 3,2 del 1994. Questo andamento ha riflesso la dinamica contenuta del reddito delle famiglie, oltretutto un divario elevato tra il rendimento dei BOT e la remunerazione dei conti correnti. La contrazione dei CD con durata inferiore ai diciotto mesi, pur ridimensionandosi rispetto al 1994, è rimasta elevata. I CD a diciotto mesi e oltre, esenti dall'obbligo di riserva dal giugno 1994, sono invece cresciuti con ritmi sostenuti (16,2 per cento a fronte del 4,0 del 1994); vi ha influito la riduzione, di circa sei decimi di punto, del differenziale di rendimento rispetto ai BOT. Alla contenuta dinamica dei depositi si è contrapposta una forte espansione delle operazioni di cessione di titoli pronti contro termine in lire effettuate con residenti, anche esse esenti dall'onere di riserva; l'aumento, di quasi il 40 per cento, è stato favorito anche dalla elevata liquidità di questo strumento e dalle condizioni vantaggiose di remunerazione. Le obbligazioni sono risultate pressoché stazionarie sui livelli della fine del 1994.

Nell'anno le passività nette sull'estero delle banche si sono ridotte di 57.000 miliardi; nel 1994 si era avuto un aumento di 21.600 miliardi. La contrazione di quelle in valuta, di 36.600 miliardi, ha riflesso l'analoga riduzione degli impieghi in valuta erogati a operatori residenti. La flessione delle passività nette in lire è dipesa dall'incremento delle attività verso non residenti, pari a circa 18.000 miliardi negli ultimi due mesi del 1995. L'aumento è in parte ascrivibile alle operazioni di copertura dal rischio di cambio offerte dalle banche agli investitori non residenti.

Nel 1995 i titoli nel portafoglio delle banche si sono ridotti di 33.700 miliardi; nel corso dell'anno l'incidenza del portafoglio sull'aggregato composto da titoli e impieghi si è ridotta dal 27,1 al 24,7 per cento. Il decumulo dei titoli a breve termine è stato pari a 24.800 miliardi e la loro quota sul totale del portafoglio

glio si è ridotta dal 17,7 al 12,4 per cento. Le banche hanno aumentato la consistenza dei BTP in portafoglio fino ad aprile 1995; la riduzione complessiva, pari a 13.800 miliardi, è avvenuta anche in concomitanza con l'aumento dei corsi.

Nei primi nove mesi del 1995 i margini di reddito delle banche hanno segnato un miglioramento rispetto ai risultati particolarmente sfavorevoli dello stesso periodo dell'anno precedente. La crescita del margine d'interesse, dell'11,1 per cento, è riconducibile alla dinamica più vivace degli impieghi in lire; vi ha contribuito l'ampliamento del divario tra i tassi attivi e quelli sui depositi; in direzione opposta ha operato la forte espansione delle operazioni di cessione di titoli pronti contro termine. In rapporto ai fondi intermediati il margine d'interesse è salito dal 2,54 al 2,78 per cento, valore comunque tra i più bassi dell'ultimo decennio. La flessione dei proventi netti derivanti dall'attività di negoziazione ha limitato la crescita del margine d'intermediazione, aumentato dell'8,0 per cento (dal 3,49 al 3,72 per cento dei fondi intermediati). La crescita dei costi operativi è stata del 2,6 per cento. Il risultato di gestione è pertanto aumentato del 18,4 per cento.

In seguito al rialzo dei corsi obbligazionari nell'ultima parte dell'anno, le banche potrebbero conseguire recuperi del valore della componente non immobilizzata del portafoglio titoli. Alla decelerazione dei prestiti in sofferenza dovrebbero corrispondere svalutazioni dei crediti di minore entità rispetto al biennio precedente. Infine, il nuovo trattamento fiscale delle svalutazioni stesse, introdotto dalla Legge 28.12.1995, n. 549, consentirà un alleggerimento del carico fiscale delle banche.

I mercati finanziari

La politica di finanziamento del fabbisogno del Tesoro ha teso a conciliare la finalità di allungare la scadenza media dei titoli in circolazione con l'esigenza di limitare il costo dell'indebitamento, in presenza di rendimenti a lungo termine elevati per gran parte dell'anno.

Nel 1995 le emissioni nette di BOT sono state lievemente negative (tav. 23); l'ingente ammontare di CCT in scadenza (149.000 miliardi) è stato solo in

parte rinnovato. Le emissioni di CTZ, offerti per la prima volta nel febbraio del 1995, hanno raggiunto i 38.300 miliardi. Il collocamento netto di BTP è stato cospicuo, pari nel 1995 a 95.900 miliardi; dal mese di marzo è stata interrotta l'offerta sulla scadenza trentennale. La raccolta netta di fondi in valuta sui mercati internazionali effettuata per il tramite di obbligazioni è stata di 16.700 miliardi; le emissioni nette di CTE e BTE sono risultate negative per 8.200 miliardi. Nel corso del 1995 la quota di BTP sul totale dei titoli di Stato in circolazione è salita dal 31,7 al 35,4 per cento; quella dei BOT e dei CCT è diminuita dal 57,0 al 52,0 per cento. La vita media dei titoli del settore pubblico è cresciuta lievemente, a quasi tre anni.

In novembre e in dicembre il Tesoro ha effettuato le prime due operazioni di riacquisto di titoli di Stato, utilizzando le disponibilità accumulate sul conto per l'ammortamento del debito pubblico (cfr. il riquadro: *Il fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato*, in *Bollettino Economico*, n. 24, 1995). Le operazioni, per un importo pari a 5.500 miliardi, hanno riguardato sette diversi tipi di titolo; sono state condotte mediante la tecnica dell'asta competitiva e sono state riservate agli operatori specialisti (cfr. il riquadro: *L'attuazione della riforma del MTS*, in *Bollettino Economico*, n. 24, 1995). I prezzi medi di aggiudicazione sono risultati allineati a quelli del mercato secondario.

Nel 1995 le emissioni lorde di obbligazioni in eurolire sono diminuite da 27.200 miliardi a 19.200. La riduzione si è concentrata nella prima metà dell'anno; vi hanno contribuito, dal lato della domanda, l'incertezza sull'evoluzione del cambio della lira e le attese di rialzo dei tassi d'interesse. Nel quarto trimestre il clima più favorevole delle aspettative sul cambio e sui tassi d'interesse ha reso possibile la ripresa delle emissioni, che hanno oltrepassato i livelli dello stesso periodo del 1994, nonostante la riduzione del differenziale con i rendimenti dei titoli di Stato.

Il miglioramento nel quadro dei conti pubblici ha favorito il contenimento dei premi per il rischio: tra l'inizio del 1995 e i primi mesi del 1996, quello richiesto dai mercati sulle emissioni del Tesoro italiano rispetto alle analoghe tedesche, al netto del differenziale d'interesse tra la lira e il marco calcolato sull'euromercato, è sceso da 110 a 60 punti base, dopo aver toccato un massimo di 170 punti all'inizio di aprile 1995 (fig. 29).

Tav. 23

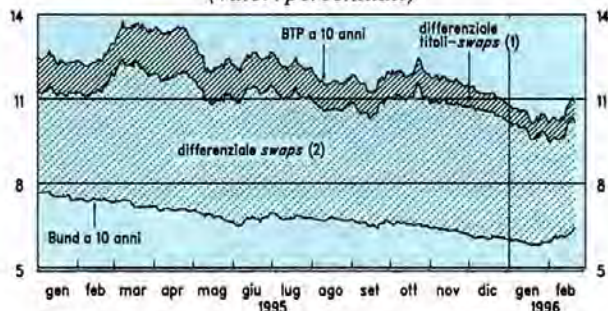
Emissioni di titoli di Stato e composizione delle consistenze in essere (1)
(miliardi di lire e valori percentuali)

TITOLI	1990	1993	1994 (2)	1995
Emissioni lorde (3) (miliardi di lire)				
BOT	559.196	737.345	679.500	714.250
CTZ	-	-	-	47.217
CCT	75.538	56.000	60.767	121.899
BTP	74.460	166.452	167.574	118.484
CTO e altri titoli in lire	31.743	9.541	5.594	3.165
CTE e BTE	14.125	19.984	17.665	6.769
Prestiti della Repubblica	7.570	27.292	18.115	18.769
Totale titoli di Stato (4)	762.632	1.016.614	949.215	1.030.553
Emissioni nette (miliardi di lire)				
BOT	44.640	6.480	19.155	-1.500
CTZ	-	-	-	38.299
CCT	54.214	20.698	37.629	-29.781
BTP	-13.347	138.485	104.458	95.925
CTO e altri titoli in lire	26.565	658	-6.377	-7.575
CTE e BTE	3.029	-1.394	-4.708	-8.163
Prestiti della Repubblica	6.414	22.156	16.059	16.687
Totale titoli di Stato (4)	121.515	187.083	166.216	103.891
Consistenze (3) (composizione percentuale)				
BOT	31,6	25,9	24,3	22,8
CTZ	-	-	-	2,6
CCT	40,6	34,0	32,7	29,2
BTP	15,6	28,0	31,7	35,4
CTO e altri titoli in lire	6,2	5,4	4,4	3,8
CTE e BTE	4,5	3,7	3,3	2,7
Prestiti della Repubblica	1,4	3,1	3,5	3,6
Totale titoli di Stato (4)	100,0	100,0	100,0	100,0

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento della cifra decimale. - (2) Non sono inclusi i titoli (per l'importo di 76.206 miliardi) emessi a fronte della conversione del conto corrente di tesoreria. - (3) Al valore nominale. - (4) Inclusi i prestiti della Repubblica.

Fig. 29

Scomposizione del differenziale di rendimento tra BTP e Bund a dieci anni
(valori percentuali)



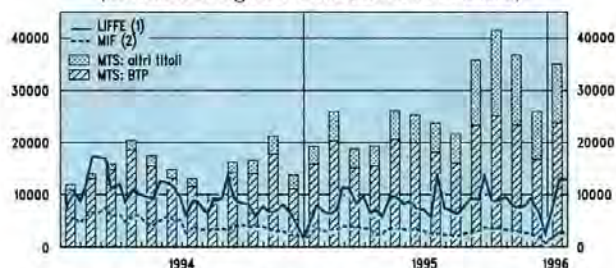
(1) Differenza tra il rendimento del BTP benchmark decennali e quello del Bund di uguale scadenza, meno il corrispondente differenziale tra i tassi swap in lire e in marchi.
(2) Differenza tra i tassi swap in lire e in marchi.

Come nell'anno precedente, anche nel 1995 le contrattazioni in titoli di Stato sul mercato secondario telematico hanno mostrato una crescita sostenuta (72 per cento). L'incremento più marcato ha riguardato gli scambi di CCT: i volumi di contrattazione su questi titoli hanno tratto beneficio dalla crescente attività di arbitraggio connessa con operazioni di asset swap, alimentate dall'estero e favorite dall'affinamento del meccanismo di indicizzazione ai BOT introdotto alla fine del 1994. Nel dicembre 1995 sono stati rivisti i criteri per la qualifica di operatore specialista, dimezzando le quote minime di intermediazione richieste sia sul mercato primario sia su quello secondario. All'inizio di febbraio 1996, nell'ambito delle procedure di verifica dei requisiti di operatore primario del

MTS, è stato ridotto da 45 a 34 il numero di tali operatori.

Fig. 30

Titoli di Stato: controvalore degli scambi sui mercati a pronti e futures
(valori medi giornalieri; miliardi di lire)

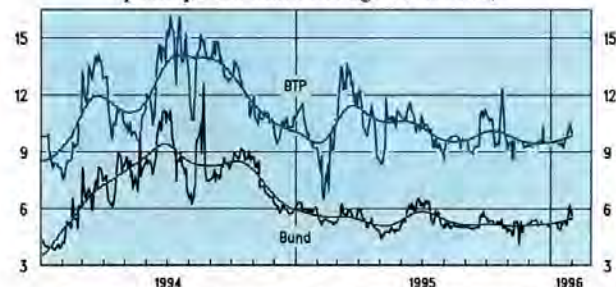


(1) Scambi di contratti sui BTP a dieci anni. - (2) Scambi di contratti sui BTP a cinque e a dieci anni.

Nell'anno gli scambi di contratti *futures* su BTP sono diminuiti, sul LIFFE e, in misura più accentuata, sul MIF (fig. 30). Tale flessione è ricollegabile alla riduzione della volatilità attesa dei rendimenti dei titoli decennali (fig. 31), che dovrebbe aver attenuato la necessità di copertura delle posizioni e ridotto le opportunità di profitto connesse con l'attività di *trading*. Anche in relazione con l'avvio, all'inizio dell'estate, del mercato delle opzioni, è risultata invece sostenuta l'attività nel comparto *futures* sull'eurolira a tre mesi del LIFFE, le cui contrattazioni giornaliere sono risultate di 16.800 miliardi, circa il 30 per cento in più rispetto al 1994.

Fig. 31

Volatilità attesa dei BTP e dei Bund (1)
(valori medi giornalieri; punti percentuali in ragione annua)



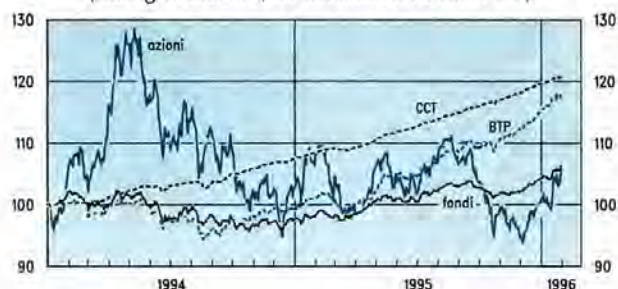
(1) Volatilità implicita nelle opzioni sui *futures* dei BTP decennali al LIFFE. L'interpolazione è stimata mediante il filtro di Hodrick e Prescott.

Nel corso del 1995 l'andamento delle quotazioni sul mercato azionario non è stato favorevole: l'indice MIB dei corsi è diminuito del 6,9 per cento, contro un

aumento del 3,3 per cento nel 1994; in dicembre, tuttavia, l'avvio della fase di ribasso dei rendimenti obbligazionari ha arrestato la tendenza negativa del mercato (fig. 32). Le azioni delle società privatizzate hanno risentito solo marginalmente della sfavorevole situazione del mercato, realizzando rendimenti superiori sia all'indice generale, sia a quelli dei rispettivi settori di appartenenza.

Fig. 32

Investimenti sul mercato mobiliare: indici di capitalizzazione
(dati giornalieri; 31 dicembre 1993=100)



Le contrattazioni complessive si sono ridotte del 27,5 per cento rispetto al 1994, assestandosi solo in dicembre, in occasione del recupero dei corsi (fig. 33). Nel quarto trimestre è salita l'incidenza delle transazioni nel mercato dei blocchi, utilizzato per il trasferimento di pacchetti azionari cospicui. La concentrazione delle transazioni è rimasta pressoché invariata, su livelli assai elevati: i dieci titoli più scambiati hanno rappresentato il 60 per cento circa del volume complessivo di scambi di tutto il 1995.

Le emissioni di nuove azioni si sono concentrate nell'ultimo trimestre, durante il quale hanno prevalso le operazioni volte al finanziamento delle ristrutturazioni di grandi gruppi industriali. In tale periodo è stata inoltre collocata sul mercato una prima *tranche* di capitale dell'ENI per l'importo di circa 7.000 miliardi; essa rappresenta il 61 per cento del valore complessivo delle nuove quotazioni.

Nonostante la diminuzione del 4,4 per cento dell'indice FIB30, i volumi di scambi sul mercato a termine non si sono discostati dai livelli della prima parte dell'anno; è pertanto salita l'incidenza dell'attività di contrattazione a termine rispetto a quella a pronti. Dal mese borsistico di novembre sono iniziate le contrattazioni delle opzioni sull'indice MIB30.

Fig. 33



Il divario di rendimento in favore dei titoli obbligazionari rispetto a quelli azionari si è riflesso sui risultati ottenuti nell'anno dai fondi comuni di investimento mobiliare; sono stati relativamente più penalizzati i fondi azionari rispetto a quelli bilanciati e obbligazionari. Nel 1995 il flusso netto di raccolta dei fondi è stato negativo per 10.500 miliardi, contro uno positivo per 25.500 miliardi nel 1994. Ciò ha contri-

buito, con la flessione dei corsi azionari, alla contrazione del valore del patrimonio gestito dai fondi comuni, sceso nell'anno del 2,6 per cento. La cautela degli investitori ha favorito l'acquisto di fondi obbligazionari puri, più orientati all'investimento a breve termine. Questi ultimi hanno registrato, a partire dal mese di aprile, un flusso netto di raccolta pari nell'anno a 5.800 miliardi, mentre quello dei fondi azionari e obbligazionari (esclusi quelli puri) è risultato negativo per 3.500 e 5.400 miliardi rispettivamente.

Nei primi nove mesi del 1995 la raccolta netta di fondi nell'ambito delle gestioni patrimoniali è stata negativa per 1.900 miliardi. I patrimoni gestiti dalle banche, depurati delle variazioni dei corsi, si sono ridotti di 5.100 miliardi; di converso, i patrimoni affidati alle SIM hanno registrato un incremento pari a poco meno di 5.000 miliardi. Il rendimento realizzato da questi ultimi è stato pari al 9,4 per cento in ragione d'anno, superiore a quello realizzato dai fondi comuni (7,2 per cento) e a quello delle gestioni effettuate dalle banche (3,7 per cento).

Prospettive economiche a breve termine, prezzi e politica monetaria

Nel 1995 i paesi industriali hanno registrato un aumento medio del prodotto lordo inferiore al 2,5 per cento; nella seconda parte dell'anno la crescita è fortemente rallentata, in misura superiore a quanto previsto ancora nello scorso autunno. Il tasso di sviluppo dell'Italia ha oltrepassato il 3 per cento: la decelerazione ha seguito quella degli altri paesi europei ed è stata finora assai più moderata.

Il quadro internazionale ha offerto all'economia italiana elementi favorevoli: il commercio mondiale è cresciuto dell'8 per cento; dalla primavera, i tassi di cambio tra i principali paesi si sono mossi in maggior sintonia con gli andamenti di fondo delle economie e delle bilance dei pagamenti correnti; l'inflazione nei paesi industriali si è mantenuta, in una fase di indebolimento del ciclo, intorno al 2,5 per cento, consentendo un graduale allentamento delle condizioni monetarie.

In Italia la crescita ha tratto sostegno dalle esportazioni e dagli investimenti. Le vendite all'estero hanno beneficiato del deprezzamento della lira che, unito alla moderazione salariale, ha consentito ai produttori un notevole miglioramento della competitività, insieme con un ulteriore aumento dei margini di profitto. Gli investimenti, rispondendo all'elevata crescita della domanda globale e sostenuti dall'autofinanziamento e dagli incentivi fiscali, hanno permesso di ampliare la capacità produttiva e di accrescere la produttività.

L'espansione dei consumi è stata modesta, pari a poco più di un terzo di quella del PIL, per la flessione dei salari reali, il ristagno e le sfavorevoli prospettive dell'occupazione, uniti ad attese pessimistiche delle famiglie circa l'evoluzione del reddito disponibile in conseguenza dell'azione di politica fiscale e delle riforme della previdenza.

All'aumento della produzione industriale, del 5,3 per cento nella media dell'anno, si è accompagnato

nel corso del 1995 un lieve incremento del numero totale degli occupati, insufficiente tuttavia a far scendere il tasso di disoccupazione.

L'avanzo corrente della bilancia dei pagamenti si è ancora ampliato, da 25.000 miliardi nel 1994 a oltre 40.000. Il debito netto del Paese verso l'estero è sceso intorno al 5 per cento del prodotto, dal 7,2 della fine del 1994.

La politica fiscale ha conseguito risultati significativi, in linea con gli obiettivi di riequilibrio dei conti pubblici. Il disavanzo statale, di 130.200 miliardi, è sceso al 7,4 per cento del PIL, dal 9,4 del 1994; anche l'incidenza del debito sul prodotto, per la prima volta dopo quindici anni, ha registrato una sia pur lieve riduzione.

Il cambio della lira, dopo la forte caduta di febbraio e marzo, si è andato riprendendo nel corso dei mesi successivi, pur lentamente e fra oscillazioni, con l'attenuarsi delle tensioni politiche, il delinearsi di una politica di bilancio conforme agli obiettivi e il rafforzamento dell'indirizzo restrittivo della politica monetaria. La debolezza della lira nella prima parte del 1995 ha ravvivato la dinamica dei prezzi al consumo. Questi hanno rallentato in estate, ma la decelerazione si è arrestata negli ultimi mesi dell'anno. In media, l'indice del costo della vita è salito, al netto delle variazioni nelle imposte dirette, del 4,6 per cento; al lordo, del 5,4.

Le prospettive economiche e la politica di bilancio

Nel 1996 il commercio mondiale, pur se in decelerazione rispetto all'anno precedente, dovrebbe ancora svilupparsi a ritmi sostenuti, dell'ordine del 6 per cento. La crescita del prodotto nei paesi industriali potrà risultare non superiore al 2 per cento, principalmente per la decelerazione dell'attività in Europa, do-

ve negli ultimi mesi dello scorso anno alla debolezza dei consumi si è unita, con il peggioramento delle attese di domanda e il permanere di alti tassi d'interesse reali, una flessione degli investimenti. Questa fase avversa si esaurirebbe entro la fine dell'anno, con il favore di una discesa dei tassi d'interesse collegata ad aspettative di prezzi stabili e di risanamento dei bilanci pubblici, e nell'ipotesi di un recupero di competitività per il complesso dell'economia europea. Dovrebbe continuare la riduzione degli squilibri, ancora rilevanti, nelle bilance correnti di Stati Uniti e Giappone. Il rallentamento della crescita nell'area dell'OCSE porterebbe a escludere impulsi dal lato della domanda sui prezzi internazionali dei prodotti di base. La moderata dinamica dei prezzi interni nei paesi industriali dovrebbe favorire il mantenimento di un indirizzo disteso delle politiche monetarie.

Sussiste il rischio che l'evoluzione internazionale sia ancor meno favorevole. La ripresa avviata in Giappone rimane incerta nella sua entità; negli Stati Uniti è in atto un sensibile rallentamento della crescita. La stessa decelerazione in Europa potrebbe protrarsi più del previsto nel caso in cui agli effetti restrittivi di breve periodo dei programmi di risanamento dei conti pubblici non corrispondessero un miglioramento della fiducia da parte di consumatori e imprese, indotto da prospettive di crescita equilibrata, e una riduzione dei tassi d'interesse reali.

In presenza, se non di una fase recessiva, di un rallentamento del ciclo internazionale, lo sviluppo dell'economia italiana nel 1996 potrebbe risultare sensibilmente inferiore al 3 per cento indicato nell'ultima Relazione previsionale e programmatica, e prossimo al 2 per cento. Esauriti i guadagni di competitività, la decelerazione delle esportazioni non troverebbe infatti compensazione nella domanda interna, che manterrebbe sostanzialmente invariato il proprio ritmo di crescita. L'espansione dei consumi sarebbe contenuta dalla modestia della ripresa dell'occupazione e dei salari reali. L'attività di investimento sarebbe frenata dalla stessa decelerazione delle esportazioni e dalle incertezze che gravano sulle aspettative di domanda. Il saldo attivo delle partite correnti si ampliava ulteriormente, superando, in rapporto al PIL, il già elevato valore raggiunto lo scorso anno. In questo contesto è conseguibile un tasso di inflazione

inferiore, nella media dell'anno, al 4 per cento in termini di prezzi al consumo.

Il quadro è subordinato all'ipotesi che vengano completamente superate le incertezze che soprattutto nella seconda decade di febbraio hanno interessato il cambio della lira. Un rafforzamento del cambio sarebbe giustificato dagli andamenti di fondo della nostra economia. Sono in ogni caso essenziali la continuità dell'azione di riequilibrio della finanza pubblica e la tenuta della politica dei redditi.

Sul fronte della finanza pubblica l'Italia si trova a un punto di svolta: tempestivi sforzi aggiuntivi di risanamento, anche limitati, imprimerebbero una spinta decisiva alla riduzione del rapporto tra debito pubblico e PIL.

Nel Documento di programmazione economico-finanziaria dello scorso giugno è stato indicato un andamento discendente per l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche. La sua incidenza sul PIL dovrebbe calare, negli anni 1996, 1997 e 1998, rispettivamente al 5,9, 4,4 e 2,6 per cento. Analogamente è stato indicato per il rapporto tra debito e PIL, che dovrebbe scendere nel triennio al di sotto del 120 per cento.

Vi sono le condizioni perché il governo dell'economia consolidi la propria credibilità riguardo al conseguimento degli obiettivi di finanza pubblica. Un'azione diretta a dare certezza al raggiungimento dell'obiettivo di 109.400 miliardi per il fabbisogno del settore statale nel 1996 – muovendo dai provvedimenti approvati con la legge finanziaria (cfr. il riquadro: *I provvedimenti attuativi della manovra di bilancio per il 1996*, e la Sezione: *Prospettive a breve termine, prezzi e politica monetaria* in *Bollettino Economico*, n. 25, 1995) – rafforzerebbe la fiducia del pubblico e dei mercati, con riflessi positivi sul costo del debito pubblico e sugli investimenti privati.

I prezzi e la politica monetaria

Nei primi mesi del 1995 la politica monetaria ha accentuato l'orientamento restrittivo, al fine di contrastare gli impulsi inflazionistici provenienti dall'intensità della domanda in alcuni settori produttivi e, soprattutto, dal cedimento del cambio. La Banca

I provvedimenti attuativi della manovra di bilancio per il 1996

Rispetto alla formulazione presentata dal Governo lo scorso settembre (cfr. il riquadro: La manovra di bilancio per il 1996, in Bollettino Economico, n. 25, 1995), i provvedimenti approvati dal Parlamento non hanno modificato l'entità complessiva della manovra; questa rimane diretta ad assicurare una riduzione del fabbisogno del settore statale di circa 34.100 miliardi; il saldo primario migliorerebbe di 32.500 miliardi. La manovra si ripartisce, per il settore statale, in 15.800 miliardi di maggiori entrate e 16.700 miliardi di minori spese; per il settore pubblico, al quale si fa riferimento nel seguito di questo riquadro, in 22.600 e 9.900 miliardi, rispettivamente. In confronto all'originaria proposta governativa, si è ridotta l'incidenza degli interventi dal lato delle entrate.

La manovra si articola nella legge finanziaria (L. 28.12.1995, n. 550), nel provvedimento collegato alla finanziaria (L. 28.12.1995, n. 549) e nel DL 30.12.1995, n. 565; essa include inoltre gli effetti della legge di riforma del sistema pensionistico (L. 8.8.1995, n. 335).

Entrate tributarie. - Con riferimento al settore pubblico, l'incremento netto di entrate è pari a circa 22.600 miliardi, contro i 25.300 previsti a settembre.

In particolare, le modifiche apportate durante l'iter parlamentare al provvedimento collegato alla finanziaria prevedono incrementi della tassa sulle concessioni governative e altri incrementi di minore portata in materia di determinazione del reddito d'impresa e di IVA. Risulta, invece, più contenuto l'ammontare atteso dall'intervento sulle entrate realizzato a fine anno, stimato in 3.900 miliardi (contro i 5.300 miliardi previsti a settembre); una parte rilevante del gettito atteso dal provvedimento, pari a 1.500 miliardi, deriva dall'estensione del concordato al periodo d'imposta 1994. Quest'ultimo dovrà basarsi sui nuovi parametri statistici elaborati dal Ministero delle Finanze, in attesa dell'entrata in vigore, nel 1997, degli studi di settore. A differenza del precedente concordato "di massa",

Effetti della manovra di bilancio sui flussi di cassa del settore statale e del settore pubblico (miliardi di lire)

VOCI	Settore statale (1)	Settore pubblico
MAGGIORI ENTRATE	15.780	22.590
Tributi	14.130	14.790
Nuovi parametri presuntivi	4.000	4.000
(*) Concordato anno d'imposta 1994	1.500	1.500
(*) Regolarizzazione scritture contabili	700	700
Imposta sul patrimonio netto delle imprese	3.450	3.450
Estensione rete di vendita lotto e lotterie	2.200	2.200
Imposte ipotecarie, catastali e conc. governative	1.250	1.250
(*) Imposta di bollo	1.800	1.800
(*) Tabacchi, alcolici e cherosene	700	700
Norme varie con finalità di razionalizzazione	2.410	2.410
Tributi regionali e locali (2)	-260	400
Mancato recupero drenaggio fiscale	1.900	1.900
Detrazioni per famiglie monoreddito	-1.020	-1.020
Incentivi fiscali agli investimenti aree depresse	-630	-630
Effetti della riforma delle pensioni	-850	-850
Altre perdite di gettito	-3.020	-3.020
Contributi sociali	1.500	6.650
Riforma delle pensioni	-	4.850
Proroga di parte dei contributi ex Gescal	870	870
Altri aumenti contributivi	630	930
Altre entrate	150	1.150
Diritti di segreteria	150	150
Trasformazione del diritto di superficie	-	1.000
MINORI SPESE	16.750	9.940
Previdenza e assistenza	2.500	-2.650
Riforma delle pensioni	4.000	-850
Aumento assegni familiari	-1.900	-1.900
CIG e altri interventi	400	100
Sanità	1.670	1.670
Fondo Sanitario Nazionale e altro	900	900
Spese nelle regioni a statuto speciale	850	850
Spesa farmaceutica	300	300
Esenzione ticket e altri interventi	-380	-380
Pubblico impiego	700	700
(*) Beni e servizi (3)	1.000	1.990
Trasferimenti correnti	6.550	3.900
A enti locali (3)	2.650	-
(*) A imprese	3.000	3.000
(*) Altri trasferimenti correnti	900	900
(*) Altri interventi su spese correnti	1.630	1.630
(*) Spese in conto capitale e partite finanziarie	2.700	2.700
TOTALE EFFETTI SULL'AVANZO PRIMARIO	32.530	32.530
Risparmi di interessi	1.600	1.600

(*) Provvedimenti parzialmente o totalmente disposti dal decreto di fine anno (DL 30.12.1995, n. 565). - (1) Valutazioni ufficiali. - (2) La tavola recepisce la riduzione dell'aliquota della nuova imposta sulle discariche, disposta in sede di conversione. - (3) Si adotta l'ipotesi che i minori trasferimenti correnti dal settore statale agli enti locali si traducano in risparmi di spesa in beni e servizi. Nel passaggio al settore pubblico, i minori trasferimenti nel comparto sanitario sono stati considerati tra le spese del comparto stesso.

relativo ai periodi d'imposta fino al 1993, la procedura di conciliazione con il fisco dovrà avviarsi per iniziativa del contribuente. Inoltre, sempre nel settore delle imposte dirette, viene prevista, in favore delle imprese che nel 1994 e nel 1995 abbiano dichiarato ricavi non superiori a 10 miliardi, la possibilità di rettificare alcune voci del bilancio previo versamento di un'imposta sostitutiva pari al 10 per cento delle variazioni da apportare (con un gettito previsto in 700 miliardi). La parte restante dell'intervento si sostanzia in aumenti delle imposte indirette: imposta di bollo (1.000 miliardi), accisa sugli alcolici (75 miliardi) e sul cherosene (25 miliardi), accisa sui tabacchi (600 miliardi).

Sulla maggiore entità delle perdite di gettito conseguenti alla manovra, rispetto a quella prevista a settembre, ha influito l'estensione del provvedimento riguardante gli incentivi fiscali agli investimenti, originariamente previsti dal DL 10 giugno 1994, n. 357: il Governo a settembre ne aveva proposto l'estensione al 1996 solo per le aree depresse; in sede di conversione essi sono stati estesi anche agli investimenti da effettuarsi nel restante territorio nazionale, purché realizzati da imprese di minori dimensioni (con ricavi inferiori a 5 miliardi e numero di dipendenti non superiore a 20). La stessa agevolazione continua, inoltre, ad applicarsi in favore di tutte le imprese, indipendentemente dall'ubicazione e dalla dimensione, limitatamente ai beni consegnati entro il 30.4.1996, in base a contratti stipulati entro il 30.9.1995. Secondo le valutazioni ufficiali, le perdite di gettito complessive derivanti dalla norma ammontano a oltre 600 miliardi, contro i 280 miliardi previsti a settembre.

Va rilevato, inoltre, che in sede di conversione, da un lato, la nuova disciplina della deducibilità delle svalutazioni su crediti riservata alle banche è stata resa più onerosa, con l'allungamento, a regime, da cinque a sette anni del periodo di deducibilità delle svalutazioni eccedenti lo 0,5 per cento dei crediti e da otto a nove anni di quello relativo alle svalutazioni pregresse; dall'altro, è stata attenuata la

tassazione delle cosiddette riprese di valore, consentendone la compensazione con le svalutazioni. Nel complesso, rispetto al regime in vigore fino al periodo d'imposta 1994, quello ora applicato garantisce alle banche una sostanziale agevolazione fiscale.

Le spese. — Per quanto riguarda gli interventi dal lato delle erogazioni, la conversione dei disegni di legge governativi è avvenuta senza sostanziali modifiche (1). I risparmi programmati in materia di sanità sono stati ridimensionati, di un importo pari a circa 680 miliardi, in larga parte per l'estensione del numero delle categorie esentate dal pagamento del ticket sui farmaci e su alcune prestazioni di diagnostica strumentale e di laboratorio, nonché per l'eliminazione dell'obbligo di partecipazione alla spesa per le prestazioni specialistiche di pronto soccorso.

Il decreto legge di fine anno ha inoltre diminuito alcuni stanziamenti di bilancio, con effetti complessivi in termini di cassa valutati in circa 800 miliardi. Il contenimento delle erogazioni è stato realizzato in parte attraverso l'applicazione di percentuali differenziate di riduzione ai capitoli di spesa per l'acquisto di beni e servizi, per trasferimenti correnti e per la costituzione di capitali fissi, in parte diminuendo i trasferimenti destinati alle Ferrovie e alla Sace, nonché lo stanziamento per i trattamenti previdenziali di invalidità.

È stato posto, infine, un vincolo alla utilizzazione dei fondi speciali iscritti in bilancio per la copertura di provvedimenti di legge la cui approvazione è prevista per l'anno corrente. Detto vincolo si traduce in un'economia, in termini di fabbisogno del settore pubblico, valutata in circa 700 miliardi.

(1) Eventuali differenze fra la valutazione qui fornita dei risparmi relativi ai vari comparti di spesa e quella contenuta nella tavola del precedente numero del Bollettino Economico sono da attribuirsi in larga misura al maggior dettaglio ora disponibile riguardo alla ripartizione delle economie per settore di intervento.

d'Italia ha elevato di 2 punti percentuali il tasso massimo applicato sulle anticipazioni; i tassi di mercato monetario sono saliti in misura analoga. Tale indirizzo è riuscito, assieme con i progressi realizzati nella politica di bilancio e i riflessi di una maggiore stabilità nei rapporti tra le principali valute, a invertire il deterioramento delle aspettative: dalla metà dell'anno una tendenziale flessione dei rendimenti a medio e a lungo termine ha accompagnato il lento e talvolta contrastato recupero del cambio.

Le tensioni inflazionistiche si sono ridotte nell'estate, ma la discesa dell'inflazione si è arrestata nell'ultimo trimestre. La politica monetaria è rimasta improntata alla cautela; i tassi di mercato monetario si sono collocati prevalentemente in prossimità del limite superiore della fascia delimitata dai tassi ufficiali. Il mantenimento di un orientamento restrittivo è reso necessario, in questa fase di perduranti incertezze sul cambio e sui prezzi, dal permanere di un elevato divario tra l'inflazione italiana e quella degli altri paesi europei.

Nel 1995, a fronte di un limite indicato nel 5 per cento, la moneta M2 ha registrato una crescita del 2,1 per cento, nettamente al di sotto dell'espansione del PIL nominale. La dinamica dell'aggregato monetario è stata rallentata dall'aumento dei tassi d'interesse a breve termine; ha risentito altresì dei mutamenti nell'allocazione della ricchezza finanziaria del pubblico in favore dei titoli acquistati dalle banche con operazioni pronti contro termine.

La politica monetaria resta rigorosamente orientata in senso antinflazionistico. Un tasso di inflazione al di sotto del 4 per cento nella media del 1996, in linea con l'obiettivo governativo, può essere raggiunto a condizione che si perseguano una politica dei redditi e una politica di bilancio coerenti e che il cambio non torni a deprezzarsi.

L'espansione della moneta M2 per il 1996 è stata indicata nel 5 per cento, ipotizzando l'esaurirsi dei mutamenti sopra ricordati nella composizione dei portafogli. Nell'ultimo quadrimestre del 1995 la moneta ha registrato una sensibile accelerazione; il nuovo rallentamento registrato nel gennaio scorso segnala una possibile prosecuzione in questo inizio d'anno della tendenza delle banche a favorire la diffusione nei portafogli privati di strumenti finanziari a breve termine non compresi nelle abituali definizioni della moneta.

Nell'ottobre dello scorso anno l'espansione dei finanziamenti al settore non statale nel 1996 era stata prevista nel 6 per cento, a fronte di una crescita della spesa per investimenti del 10 per cento indicata nella Relazione previsionale e programmatica. I mutamenti intervenuti nelle prospettive dell'economia, il rallentamento degli investimenti e l'eventuale permanere di un volume elevato di fondi generati all'interno delle imprese potrebbero contenere la dinamica del credito al di sotto del valore allora indicato.

Note

Dati territoriali sul credito e sui tassi di interesse bancari

Le condizioni alle quali il sistema bancario eroga i finanziamenti alla clientela, nelle diverse articolazioni settoriali, territoriali, per forme tecniche e scadenze temporali, costituiscono oggetto di rilevazione statistica da parte della Banca d'Italia nell'ambito delle proprie funzioni istituzionali di politica monetaria, di vigilanza sul sistema creditizio, di autorità garante della concorrenza nel settore bancario. La Banca è da tempo impegnata a fornire, attraverso le proprie pubblicazioni, un'informazione ampia sui diversi profili del mercato creditizio.

Negli ultimi tempi l'attenzione di autorità, osservatori e operatori economici si è concentrata in modo particolare sui divari nei tassi d'interesse sui crediti bancari nelle diverse aree geografiche del Paese, segnatamente nelle regioni meridionali. L'ampliarsi di questi divari, manifestatosi nella recente fase di rallentamento ciclico, ha destato preoccupazione anche alla luce del contemporaneo aggravarsi degli squilibri territoriali e settoriali nell'attività produttiva e nell'occupazione.

Da queste considerazioni, richiamate nello scorso anno anche dal Parlamento e dal Governo, trae spunto l'iniziativa di arricchire la già vasta gamma di informazioni statistiche a livello territoriale sul credito e sui tassi d'interesse bancari. In un sistema economico evoluto e complesso, la disponibilità di informazioni chiare, complete e tempestive è essenziale per il funzionamento dei meccanismi di mercato. Denominata *Dati territoriali sul credito e sui tassi di interesse bancari*, la pubblicazione verrà diffusa trimestralmente,

con anticipo rispetto all'uscita del Bollettino Statistico da cui essa è tratta.

Caratteristiche dell'estratto dal Bollettino Statistico

Nella redazione del nuovo documento particolare cura è stata rivolta alla leggibilità dei dati. Il quadro informativo parte da alcune distribuzioni sintetiche dei principali aggregati creditizi (impieghi, depositi, sofferenze, ecc.), per i quali si forniscono i dati relativi ai trimestri più recenti, per poi scendere in dettaglio attraverso tavole analitiche riferite all'ultima data disponibile.

L'estratto si caratterizza anche per la presenza di aggregazioni di dati finora non pubblicate, che verranno incluse anche nel Bollettino Statistico. Il criterio prevalente che guida l'organizzazione dei dati è la loro distribuzione per aree territoriali. I dati vengono inoltre presentati nella loro articolazione settoriale, avendo soprattutto riguardo alla distinzione tra Amministrazioni pubbliche, imprese (finanziarie e non) e famiglie (consumatrici e produttrici).

Una parte delle informazioni è tratta dalle segnalazioni di vigilanza inoltrate da tutte le banche e riportata, in particolare, la distribuzione dei depositi, degli impieghi e dei crediti in sofferenza per comparti di attività economica e per localizzazione della clientela. Altre informazioni, tratte dalle segnalazioni inviate alla Centrale dei rischi, riguardano gli ammontari di

credito accordato e utilizzato, nonché le sofferenze, suddivisi per territorio (grandi aree geografiche ovvero regioni), comparti di attività economica, classi di grandezza del fido complessivamente accordato per cassa dal sistema bancario.

Fino al dicembre 1995 ciascuna banca segnalava alla Centrale dei rischi i rapporti creditizi con il singolo cliente il cui credito utilizzato o accordato (per cassa e firma) fosse superiore agli 80 milioni, ovvero che avesse prestato garanzie per almeno 150 milioni. Dal 1996 la soglia degli 80 milioni viene elevata a 150, lasciando immutata quella relativa ai prestiti indiretti; al fine di consentire in futuro la confrontabilità, nei dati pubblicati relativi al 1995 sono state eliminate le segnalazioni di importo inferiore a 150 milioni. Nel complesso gli impieghi considerati ammontano a 895.368 miliardi, pari all'80,9 per cento del totale dei crediti in essere verso residenti nello scorso giugno.

Le informazioni sui tassi di interesse attivi (1), relative alle operazioni a breve termine censite, e su quelli passivi sono desunte dalle rispettive rilevazioni campionarie trimestrali. Tali rilevazioni hanno carattere volontario e sono effettuate da due campioni distinti e comprendenti tutte le banche principali. Nello scorso giugno, le aziende che effettuano la segnalazione dei tassi attivi erogavano crediti a breve termine per 320.370 miliardi, pari al 60,3 per cento del complesso delle operazioni della specie censite. Gli istituti partecipanti alla rilevazione dei tassi passivi detenevano il 70,9 per cento dei depositi dell'intero sistema bancario; i depositi di ammontare superiore ai 20 milioni, censiti dalla rilevazione, ammontavano a 576.840 miliardi, pari all'83,1 per cento dei fondi raccolti dalle aziende del campione.

Fra le nuove informazioni pubblicate nel documento vi è la distribuzione dei rapporti di conto corrente intrattenuti da imprese non finanziarie e da famiglie produttrici, per classi di tasso e localizzazione della clientela (tav. 1). La costruzione delle classi di tasso sulla base del *prime rate* del periodo di riferimento e le informazioni sul numero dei conti considerati e le relative percentuali di composizione consentono una rappresentazione sintetica utile a comprendere come la localizzazione del prenditore incida sulla distribuzione campionaria del credito secondo la classe di tasso applicato.

Confronto fra le condizioni del credito nel Mezzogiorno e al Centro-Nord

Differenze territoriali nelle condizioni di offerta del credito possono determinarsi per una molteplicità di cause, di ordine congiunturale e strutturale. Alcune di queste vanno ricondotte all'ordinario funzionamento del mercato; altre possono invece derivare da carenze nei meccanismi della concorrenza o da inefficienza nell'offerta di finanziamenti. Una quantificazione distinta dei diversi fattori causali è molto complessa e sarebbe necessaria per accertare la presenza di distorsioni. La Banca d'Italia ha già dedicato in passato numerose analisi a questo tema. Ha in corso nuovi approfondimenti volti alla comprensione degli andamenti più recenti del fenomeno.

I divari possono essere ricondotti, in sintesi, a due ordini di cause. Anzitutto, essi necessariamente riflettono le differenze nella rischiosità propria dell'attività creditizia; un rischio di credito più elevato, ancor più se accompagnato da un maggior costo di recupero dei crediti in caso di ricorso alle procedure giudiziarie, determina per la banca interessata un aggravio dei costi attesi e quindi delle condizioni applicate alla clientela. Il differenziale di rischio fra aree geografiche può determinarsi a causa di difformità nel tessuto economico locale, dovuto anche alla diversa composizione settoriale della produzione e a diseconomie esterne alle imprese. Un secondo ordine di cause può ricollegarsi alla struttura del mercato del credito; tassi attivi più elevati possono determinarsi in quei mercati locali dove meno forte è la pressione della concorrenza, maggiore è il costo dell'intermediazione, minore la stessa capacità, da parte delle banche, di selezionare la clientela affidata.

Dal terzo trimestre del 1986 all'ultimo trimestre del 1991 il differenziale tra i tassi di interesse sugli impieghi a breve termine di importo superiore a 100 milioni nel Mezzogiorno e quelli al Centro-Nord si è tendenzialmente ridotto: da 3,1 a 2,0 punti percentuali (per le sole operazioni in lire, da 2,3 a 1,7 fig. 1) (2). La riduzione del divario nel costo del credito tra le due aree del Paese è avvenuta in un contesto caratterizzato dal protrarsi del ciclo economico favorevole.

Tav. 1

Tassi di interesse e clientela affidata

Distribuzione dei rapporti di conto corrente intrattenuti dalle imprese non finanziarie e dalle famiglie produttrici per classi di tasso e localizzazione della clientela

Giugno 1995

(numero dei rapporti in unità - consistenze in miliardi di lire)

Prime rate = 11,63 punti percentuali

AREE GEOGRAFICHE	Fino a prime rate	Da prime rate a prime rate + 2	Da prime rate + 2 a prime rate + 4	Da prime rate + 4 a prime rate + 6	Da prime rate + 6 a prime rate + 8	Oltre prime rate + 8	Totale
Italia nord-occidentale							
Numero rapporti	22.812	49.510	48.504	32.508	21.149	34.304	208.787
Percentuali di composizione ..	10,93	23,71	23,23	15,57	10,13	16,43	100
Utilizzato	14.346	12.657	7.489	3.840	1.846	1.990	42.168
Percentuali di composizione ..	34,02	30,02	17,76	9,11	4,38	4,72	100
Italia nord-orientale							
Numero rapporti	17.325	36.778	26.766	19.041	13.448	26.996	140.354
Percentuali di composizione ..	12,34	26,20	19,07	13,57	9,58	19,23	100
Utilizzato	6.067	6.492	3.480	2.007	1.143	1.301	20.490
Percentuali di composizione ..	29,61	31,68	16,98	9,79	5,58	6,35	100
Italia centrale							
Numero rapporti	8.312	20.640	21.283	15.643	10.785	22.386	99.049
Percentuali di composizione ..	8,39	20,84	21,49	15,79	10,89	22,60	100
Utilizzato	8.177	6.379	4.324	2.489	1.440	2.040	24.850
Percentuali di composizione ..	32,91	25,67	17,40	10,02	5,79	8,21	100
Italia meridionale							
Numero rapporti	2.667	7.823	9.878	8.448	6.486	15.975	51.277
Percentuali di composizione ..	5,20	15,26	19,26	16,48	12,65	31,15	100
Utilizzato	2.335	2.662	2.166	1.805	1.098	2.331	12.396
Percentuali di composizione ..	18,84	21,47	17,47	14,56	8,86	18,80	100
Italia insulare							
Numero rapporti	1.930	5.629	8.238	5.752	4.442	5.469	31.460
Percentuali di composizione ..	6,13	17,89	26,19	18,28	14,12	17,38	100
Utilizzato	976	1.626	1.713	1.027	748	667	6.758
Percentuali di composizione ..	14,45	24,07	25,35	15,20	11,07	9,86	100
Totale Italia ...							
Numero rapporti	53.046	120.380	114.669	81.392	56.310	105.130	530.927
Percentuali di composizione ..	9,99	22,67	21,60	15,33	10,61	19,80	100
Utilizzato	31.901	29.816	19.171	11.169	6.275	8.328	106.660
Percentuali di composizione ..	29,91	27,95	17,97	10,47	5,88	7,81	100

Fonte: Centrale dei rischi.

Si è potuta realizzare nonostante l'inversione del processo di convergenza economico delle due aree, grazie all'accentuarsi della concorrenza nel sistema bancario. In questa direzione ha influito l'orientamento seguito dalla Banca d'Italia: l'eliminazione dei vincoli amministrativi sul credito, la liberalizzazione in materia di sportelli, la valorizzazione del carattere di impresa dell'attività bancaria. Hanno contribuito a stimolare la concorrenza la più stretta integrazione finanziaria internazionale dell'economia e lo sviluppo dei mercati monetario e mobiliare interni. Successivamente, con il peggioramento del quadro congiunturale, il divario tra i tassi è risalito, toccando i 3,0 punti percentuali nel quarto trimestre del 1994. Nella prima metà del 1995 il divario si è nuovamente ridotto, a 2,5 punti percentuali; al netto delle operazioni in valuta e con l'estero, la differenza tra i tassi bancari medi praticati nel Mezzogiorno e al Centro-Nord è pari a 2,1 punti.

Fig. 1

Tassi sugli impieghi nel Mezzogiorno e al Centro-Nord



(1) Sono escluse le operazioni con l'estero.

Nel Mezzogiorno quote relativamente più elevate di credito fanno capo a imprese che operano in settori di attività relativamente più rischiosi, quali l'edilizia (alla quale affluisce quasi un quinto dei prestiti nel Mezzogiorno e meno dell'8 per cento al Centro-Nord), e a prenditori di piccola dimensione, quali le famiglie produttrici, anch'essi in media più rischiosi. I tassi praticati a tali segmenti di clientela sono, in termini relativi, più elevati anche al Centro-Nord. Ne conseguono tassi di interesse strutturalmente più elevati, a parità di altre condizioni.

Indicazioni sulla maggiore rischiosità della clientela affidata dalle banche meridionali provengono da un'analisi condotta su un campione di banche ampiamente rappresentativo (3). Per ciascuna banca si è

cercato di isolare lo specifico fattore di rischio considerando l'incidenza delle sofferenze all'interno di categorie di prenditori omogenee (4). Nel 1994 le banche operanti prevalentemente nelle regioni meridionali avevano accumulato sofferenze superiori del 10 per cento rispetto all'ammontare determinato applicando il tasso di insolvenza medio del sistema all'interno di ciascun segmento di clientela.

Fig. 2

Rapporto tra le sofferenze e gli impieghi complessivi e divario negli indici di concentrazione tra Mezzogiorno e Centro-Nord



La maggiore rilevanza della componente di rischio sopra menzionata si traduce, nelle regioni meridionali, in una più elevata quota di sofferenze sul totale del credito erogato. Le partite in sofferenza sul complesso degli impieghi, passate al Centro-Nord dal 4,2 per cento della fine del 1991 al 7,2 del settembre 1995, sono salite nel Mezzogiorno dal 10,6 al 21,1 per cento (fig. 2) (5). Tali andamenti, che hanno risentito della recessione produttiva, hanno costituito la principale determinante dell'arresto nel processo di convergenza nelle condizioni del credito, a cui si è fatto riferimento in precedenza.

Ad alimentare i rischi creditizi nel Mezzogiorno concorrono il più alto tasso di mortalità delle imprese e la maggior lentezza con la quale le banche riescono a tutelare le proprie ragioni di credito attraverso la giustizia civile.

Secondo i dati del Censimento generale dell'industria del 1991, il 28,2 per cento delle imprese aveva sede nel Mezzogiorno; le statistiche giudiziarie relative al 1992 indicano che il numero di fallimenti dichiarati nel Sud era pari al 33,7 per cento del totale. Il numero di fallimenti per 1.000 imprese è stato pari a 3,7 al Centro-Nord e a 4,8 nel Mezzogiorno. Secondo gli ultimi dati disponibili relativi al 1993, il numero di ef-

fetti al protesto (cambiali, tratte e assegni bancari) è risultato pari a 7,9 ogni cento abitanti al Centro-Nord e a 13,8 nel Sud, corrispondenti in valore a 24,3 e 33,7 milioni di lire, rispettivamente, sempre ogni cento abitanti (6).

Per quanto attiene agli oneri necessari per il recupero dei crediti una volta manifestatesi le insolvenze, una recente indagine della Banca d'Italia ha riscontrato che nel Mezzogiorno i tempi necessari per il recupero dei crediti erogati alle imprese sono in media più lunghi rispetto al resto del Paese: di oltre un anno per le procedure esecutive immobiliari, di circa sei mesi per quelle fallimentari. Ciò determina maggiori oneri per le banche, sia per i mancati ricavi in conto interessi, nel caso di crediti non garantiti verso le imprese fallite, sia per i costi derivanti dalle spese legali e dall'impiego di risorse interne.

Il divario territoriale di ordine strutturale nei tassi d'interesse potrebbe, almeno in parte, essere ricondotto a differenze nell'assetto del sistema creditizio e nel suo grado di concorrenza. Nei mercati locali del Mezzogiorno quote di mercato più significative sono detenute da un minor numero di banche rispetto a quanto avviene al Centro-Nord (fig. 2). Le differenze si sono tuttavia significativamente ridotte nel corso dell'ultimo decennio in seguito al venir meno delle limitazioni territoriali dell'attività bancaria e alla progressiva liberalizzazione in materia di apertura degli sportelli. Tra il 1986 e il 1994 nel Mezzogiorno l'indice di concentrazione dei crediti erogati dalle banche con raccolta a breve termine, ottenuto come media ponderata degli indici di Herfindahl (7) relativi alle singole province, si è ridotto di un sesto (da 0,180 a 0,149); il divario rispetto al valore assunto dallo stesso indicatore al Centro-Nord è sceso da 0,076 a 0,048.

I costi delle banche possono essere diversi in relazione alle caratteristiche delle operazioni di impiego e di raccolta, ovvero per la presenza di inefficienze nei processi produttivi e distributivi dei servizi bancari. La presenza di costi fissi nell'istruzione delle pratiche di fido implica, per i prestiti di importo contenuto, un innalzamento dei tassi d'interesse effettivamente praticati. Inoltre, per le banche operanti nelle regioni meridionali l'esistenza di costi fissi nella costituzione della rete territoriale determina, in ragione del più contenuto volume di affari e della più ristretta gamma

di servizi offerti, costi operativi unitari più elevati. Su questa situazione, di per sé sfavorevole, possono poi innestarsi specifici fattori di inefficienza aziendale.

Non si riscontrano, invece, differenze sistematiche nel tasso d'interesse corrisposto sui depositi tra Sud e Centro-Nord: dal 1986 a oggi esso è stato pari, in media, al 7,76 per cento al Centro-Nord e al 7,71 al Sud. Negli anni più recenti la remunerazione dei depositi è stata superiore al Sud nel 1993 e nei primi nove mesi del 1994; successivamente, tale divario è divenuto negativo e pari a 3,3 decimi di punto percentuale nel giugno scorso.

(1) Le informazioni sui crediti e sui tassi attivi fanno riferimento agli affidamenti per cassa concessi alla clientela residente, con esclusione dei rapporti interbancari.

(2) Il confronto intertemporale è stato condotto utilizzando i dati segnalati alla Centrale dei rischi secondo le procedure in vigore fino al 1995. È stata esclusa la classe di accordato inferiore ai 100 milioni per ridurre le differenze coi dati diffusi nell'estratto al Bollettino Statistico.

(3) L'esercizio è stato condotto con riferimento a un gruppo di 265 banche che, alla fine del 1994, rappresentavano l'80 per cento del totale degli impieghi delle banche che operano a breve termine. Sono state considerate come "banche prevalentemente operanti nelle regioni meridionali" quelle con almeno il 50 per cento degli impieghi erogati nel Mezzogiorno, indipendentemente dalla loro sede legale o amministrativa; il loro numero è pari a 70.

(4) Sono stati considerati 200 segmenti di mercato ottenuti dalla disaggregazione dei prestiti per classi di credito utilizzato, per settore di attività economica e per area geografica. In particolare, sono state considerate 4 classi di affidamento, 10 settori di attività economica e 5 aree geografiche. Per ciascuna banca sono state calcolate le "sofferenze teoriche", ossia l'ammontare di sofferenze che risulterebbe se la banca in questione avesse lo stesso tasso di insolvenza del sistema in ognuno dei segmenti individuati. Se una banca ha "sofferenze teoriche" inferiori a quelle effettive si può assumere che i suoi clienti si siano rivelati più rischiosi della media del sistema.

(5) Il rapporto è stato calcolato con riferimento alla localizzazione della clientela. Sono stati esclusi dal numeratore e dal denominatore i rapporti riconducibili a clientela con utilizzato inferiore agli 80 milioni di lire.

(6) Le informazioni sul numero delle imprese sono desunte da Istat, *Imprese, istituzioni e unità locali*, 7° Censimento generale dell'industria e dei servizi, Roma 1995. Per quanto riguarda il numero dei fallimenti, cfr. Istat, *Annuario Statistico italiano 1993*, Roma, 1994; per i protesti i dati sono tratti dall'Annuario 1994. I dati sulla popolazione sono riferiti al 31 dicembre 1992.

(7) L'indice di concentrazione di Herfindahl nella provincia *i*-esima è definito come $H_i = \sum_j (q_j)^2$, $j = 1, \dots, N_i$, dove N_i è il numero delle banche operanti nella provincia e q_j la quota di mercato della banca *j*-esima nella provincia stessa. Compreso tra 0 e 1, l'indice è tanto più elevato quanto maggiore è il grado di concentrazione.

Documenti

L'analisi delle banche nell'attività di vigilanza

Documento trasmesso dal Servizio Vigilanza sugli enti creditizi alle banche e alle società finanziarie capogruppo di gruppi bancari

Roma, febbraio 1996

1. Obiettivi della vigilanza: ruolo dell'analisi tecnica

Il passaggio da una vigilanza di tipo strutturale a una di tipo prudenziale ha accentuato la rilevanza dell'analisi della situazione tecnica delle banche.

L'evoluzione normativa degli ultimi anni ha valorizzato l'autonomia imprenditoriale del banchiere, all'interno di regole poste a presidio della stabilità e dell'efficienza del sistema e delle sue singole componenti. Il Testo unico e le successive disposizioni d'attuazione tracciano le linee di fondo dell'attività prudenziale e indicano le variabili aziendali sulle quali le autorità di Vigilanza possono agire.

L'efficacia della complessiva azione di supervisione richiede che la vigilanza regolamentare sia accompagnata dall'attività di controllo in sede cartolare e ispettiva.

Il rispetto delle regole prudenziali è condizione necessaria ma non sufficiente per garantire la stabilità degli intermediari. Infatti, da un lato, le norme non possono coprire tutti i profili tecnici aziendali; dall'altro, sussiste l'esigenza di prevenire le situazioni di difficoltà piuttosto che registrarle a posteriori, soprattutto in un contesto di mercato più variabile, in grado di trasformare rapidamente condizioni di problematicità in vere e proprie crisi.

In tale quadro, l'analisi delle situazioni aziendali assume un'importanza crescente per cogliere con immediatezza eventuali sintomi di degrado e attivare interventi correttivi. Le procedure per lo svolgimento dell'attività di controllo sono state riviste di recente, migliorando gli strumenti e le modalità di analisi cartolare.

Quest'ultima è finalizzata alla conoscenza della complessiva situazione aziendale sulla base di tutte le informazioni disponibili, acquisite con le segnalazioni periodiche inviate dalle banche, con il bilancio ufficiale nonché con ogni altro documento inviato all'organo di Vigilanza e con le risultanze dei rapporti ispettivi.

Gli accertamenti ispettivi costituiscono il necessario complemento delle analisi svolte in sede cartolare, in quanto consentono di apprezzare direttamente gli aspetti qualitativi della gestione aziendale e di valutare l'affidabilità complessiva dell'ambiente interno.

2. Analisi della situazione tecnica

L'attività di analisi si articola in un percorso di indagine che, attraverso una costante attività di controllo delle banche, consente l'individuazione degli eventuali deterioramenti della situazione tecnica e, quindi, di accrescere il carattere preventivo degli interventi.

Le verifiche riguardano l'andamento dei principali aggregati patrimoniali ed economici, il rispetto dei requisiti di vigilanza prudenziale e, più in generale, la capacità patrimoniale e organizzativa delle banche di fronteggiare i diversi rischi assunti.

Il fulcro dell'intero processo è l'esame della situazione tecnica aziendale, la quale rappresenta il momento in cui alla luce delle indicazioni emerse dai controlli periodici, dall'esame dei modelli di analisi e considerando tutte le altre informazioni disponibili con riferimento alle caratteristiche operative della banca, al grado di inserimento sui mercati di riferimento, alle strategie di sviluppo perseguite, alle risorse umane e tecniche utilizzate e alle capacità del management, si giunge a una sua valutazione complessiva, attuale e prospettica.

3. I modelli di analisi: principi generali

I modelli di analisi costituiscono il principale strumento utilizzato per l'esame delle situazioni tecniche delle banche. Essi constano di una serie di prospetti all'interno dei quali le segnalazioni statistiche prodotte dalle banche sono organicamente strutturate per consentire la valutazione delle *performances* aziendali sotto i profili rilevanti ai fini della vigilanza prudenziale: adeguatezza del patrimonio, redditività, rischiosità degli impieghi, liquidità, organizzazione.

Due sono i principi generali che guidano nell'attribuzione del giudizio: la centralità degli equilibri tecnici dell'azienda e la rilevanza dell'evoluzione prospettica degli indicatori.

In relazione al primo aspetto viene valutata la capacità della banca di realizzare soddisfacenti equilibri economico-finanziari facendo riferimento ai limiti prudenziali fissati dalla normativa e a più generali criteri di sana e prudente gestione.

Riguardo al secondo, l'esigenza di rafforzare il valore preventivo dell'analisi cartolare rende indispensabile considerare il profilo evolutivo dei fenomeni e la capacità della banca esaminata di rispettare nel tempo gli equilibri tecnici.

Un ulteriore elemento di valutazione considerato dai modelli è costituito dal confronto con i parametri fatti registrare dagli altri intermediari, anche se questo aspetto non risulta, di norma, un elemento di per sé discriminante per l'attribuzione di un giudizio positivo o negativo sulla situazione aziendale.

Al termine del processo di valutazione viene espresso un giudizio, articolato su cinque valori in ordine crescente di problematicità, sui singoli profili analizzati e sulla situazione tecnica generale; quest'ultimo, in particolare, viene definito tenendo presenti le interconnessioni esistenti tra i singoli profili e i punti di forza e di debolezza dello stato aziendale.

Ciascun punteggio esprime una valutazione della situazione aziendale, a cui corrisponde un'azione di vigilanza con forme di intervento diversamente graduate. In linea generale interventi di maggiore incisività vengono effettuati, per i profili oggetto di regolamentazione, in presenza del mancato rispetto della normativa ovvero, in assenza di specifiche disposizioni regolamentari, in caso di risultati non rispondenti a criteri di sana e prudente gestione.

4. I modelli di analisi: profili tecnici

4.1 Profilo di adeguatezza patrimoniale

Nel sistema di vigilanza prudenziale il patrimonio costituisce lo strumento di preservazione della stabilità della banca sia in termini statici, quale fonte di risorse immediatamente utilizzabili a fronte di perdite che scaturiscono dai rischi specifici delle attività svolte, sia in un'ottica dinamica, per l'apporto alla formazione e alla stabilizzazione del risultato economico e dei flussi finanziari.

In sede di analisi del profilo patrimoniale viene valutata l'attitudine della dotazione patrimoniale a fronteggiare le varie configurazioni di rischio: in particolare l'adeguatezza dei mezzi propri a coprire il totale dei requisiti patrimoniali richiesti a fronte delle varie tipologie di rischio.

Tali requisiti sono determinati stimando in corrispondenza di ciascuna tipologia operativa il grado di rischiosità e la quantità di patrimonio "statisticamen-

te" idonea a coprire le perdite che possono generarsi in relazione all'operatività della banca.

Più in generale, il requisito patrimoniale complessivo è dato dalla somma dei singoli fabbisogni di mezzi propri richiesti a fronte del rischio di credito, dei rischi di posizione, di regolamento, di controparte e di concentrazione relativamente al portafoglio titoli non immobilizzato, del rischio di cambio e di eventuali altri requisiti specifici previsti dalla normativa (cosiddetto *building blocks system*).

Il modello di adeguatezza patrimoniale è pertanto finalizzato a formulare un giudizio sul grado di patrimonializzazione sia attuale sia prospettico della banca rispetto alle varie tipologie di rischio insite nell'attività di intermediazione.

Il giudizio di profilo risulta graduato in relazione all'ampiezza attuale dell'eccedenza del patrimonio di vigilanza rispetto ai livelli minimi stabiliti in via normativa e alla capacità prospettica dell'azienda di mantenere una tale situazione. Risulta negativo qualora il patrimonio di vigilanza non sia in grado di soddisfare il requisito patrimoniale complessivo.

Nel contesto del modello di adeguatezza viene valutato anche il grado di elasticità della struttura finanziaria, cioè la capacità della banca di preservare un equilibrato rapporto finanziario tra mezzi propri e immobilizzazioni tecniche e finanziarie. L'esistenza di un patrimonio libero positivo consente infatti alle banche maggiori possibilità di manovra nel caso di avversi andamenti del mercato per preservare il proprio livello di redditività.

4.2. Profilo di redditività

La redditività, in quanto espressione della capacità in senso dinamico di mantenere e di sviluppare il patrimonio aziendale, rappresenta un fattore cruciale da esaminare nell'ambito dell'analisi tecnica di un soggetto bancario.

L'assunzione in proprio dei rischi insiti nel processo di intermediazione finanziaria rende infatti necessario per le banche conseguire in modo durevole un adeguato rapporto tra rendimento delle proprie attività e i relativi rischi, pena la progressiva erosione del patrimonio aziendale.

Il modello di analisi è centrato sull'individuazione della capacità reddituale della banca, ossia della perdurante attitudine a conseguire equilibri economici soddisfacenti, in relazione ai vincoli interni ed esterni.

In questa prospettiva il conto economico viene riclassificato secondo principi di ordinarietà e di competenza, depurandolo cioè delle componenti di carattere straordinario o di pertinenza di altri esercizi.

Il flusso economico riclassificato viene valutato in relazione alla sua adeguatezza e stabilità. Sotto il primo profilo l'attenzione è focalizzata su quanto reddito è stato prodotto, in relazione ai diversi fabbisogni di utilizzo del reddito stesso e al confronto con le altre banche. Quanto alla stabilità dei flussi reddituali, sono analizzate le modalità attraverso cui vengono conseguiti i risultati economici, esaminando i diversi fattori che hanno determinato il livello di reddito, il contributo fornito dalle diverse aree gestionali e il grado di efficienza operativa, allo scopo di individuare se esistano punti di debolezza nella struttura del conto economico che possano mettere in pericolo il mantenimento nel tempo dei risultati reddituali.

Con maggiore dettaglio, il flusso reddituale viene giudicato adeguato in relazione alla sua attitudine a:

- a) coprire le perdite patrimoniali che si manifestano per effetto dei rischi creditizi assunti. Tale "costo del rischio" viene determinato operando una stima del livello delle perdite ordinariamente generate dall'attività creditizia, tenendo conto della rischiosità specifica di ciascuna banca e prescindendo dalle perdite su crediti imputate al bilancio dell'anno in esame in quanto esse possono risentire di eventi esogeni particolari o al limite di carattere eccezionale;
- b) garantire una remunerazione al patrimonio aziendale, quantomeno in linea con quella media del sistema bancario (copertura del "costo minimo del capitale");
- c) assicurare adeguati spazi di crescita delle attività, tenendo presente il vincolo tra rischi e patrimonio stabilito dai coefficienti patrimoniali. Infatti, in presenza di tale vincolo, un flusso reddituale rilevante consente di coprire l'assorbimento di patrimonio conseguente allo sviluppo delle attività e,

pertanto, permette di perseguire più agevolmente gli obiettivi di crescita operativa.

Il processo di valutazione del profilo di redditività viene completato esaminando:

- a) il livello del reddito rispetto a quello conseguito dalle banche di analoghe dimensioni, fattore questo che consente di valutare la posizione competitiva rispetto ai concorrenti e di apprezzare la capacità della banca di fronteggiare le difficoltà dell'ambiente esterno;
- b) la struttura del conto economico, allo scopo di individuare le possibili cause di un inadeguato livello di reddito e di evidenziare gli eventuali punti di debolezza che possono avere riflessi negativi sulla stabilità dei flussi reddituali. In tale ambito un particolare approfondimento è dedicato all'entità e alla composizione dei costi operativi, valutati tenendo conto delle caratteristiche operative e organizzative della banca.

4.3. *Profilo di rischio*

Il rischio creditizio dipende essenzialmente dalla capacità della banca di allocare il credito in maniera efficiente, selezionando clientela di qualità, finanziando iniziative profittevoli e perseguendo un adeguato frazionamento dei crediti. La valutazione del profilo di rischio è pertanto incentrata sull'analisi della politica allocativa seguita dalla banca, prescindendo dai riflessi che essa ha sull'aspetto patrimoniale e reddituale.

Il modello di analisi è mirato alla determinazione della rischio potenziale. L'esame degli elementi che maggiormente influiscono su di essa può, infatti, consentire una tempestiva individuazione dei sintomi di una possibile sfavorevole evoluzione del profilo in esame; compito questo che, in quanto finalizzato a prevenire l'insorgere di situazioni problematiche, appare di particolare delicatezza e rappresenta uno dei punti cruciali dell'intera attività di monitoraggio sulle situazioni aziendali.

Il processo di analisi si basa in primo luogo sull'esame della qualità del portafoglio crediti (rischio attuale), che può essere valutata determinando il credito complessivamente vantato dall'azienda nei

confronti di soggetti in stato di insolvenza o in situazioni sostanzialmente equiparabili, indipendentemente dalle eventuali previsioni di perdita formulate dall'azienda.

L'esame del rischio attuale può fornire una prima indicazione sulla presumibile evoluzione della politica creditizia della banca nell'immediato futuro considerando che i comportamenti aziendali sono in genere caratterizzati da un certo grado di "vischiosità" e, pertanto, in un'ottica di breve periodo, è ragionevole assumere la dinamica passata dei fenomeni come tendenza per il futuro.

In secondo luogo il processo di analisi è mirato alla valutazione degli altri elementi di rischio potenziale per meglio formulare un giudizio sul livello di rischio complessiva. In particolare, vengono esaminati il grado di concentrazione del portafoglio crediti, la settorizzazione degli impieghi, la morfologia della clientela e gli aspetti organizzativi della banca riferibili al sistema di gestione del rischio creditizio.

Il grado di concentrazione del portafoglio crediti consente di valutare il livello potenziale di perdite derivanti dall'eventuale insorgere dell'insolvenza dei maggiori clienti. Esso viene esaminato sia con riferimento ai limiti previsti dalla normativa sulla concentrazione dei rischi sia misurando la concentrazione del portafoglio prestiti con un indicatore statistico.

La valutazione complessiva del profilo di rischio si basa, in primo luogo, sul giudizio espresso sulla qualità del portafoglio (rischio attuale), determinato in relazione ad alcuni indicatori aziendali (di stock e di flusso) tra loro complementari, confrontati con quelli fatti registrare in media dalle aziende appartenenti al medesimo gruppo di riferimento.

Il giudizio così determinato viene poi completato con le considerazioni che emergono dall'esame degli altri fattori di rischio potenziale, tenendo presente che qualora siano disattesi i requisiti prescritti a livello normativo la valutazione sarà comunque negativa, prescindendo dal giudizio espresso sulla qualità.

Nell'apprezzamento del grado di rischio il confronto interaziendale svolge un ruolo di maggiore rilievo rispetto agli altri profili tecnici in quanto consente di evidenziare le banche che presentano sintomi di anomalia prescindendo dalla congiuntura economica generale, che si riflette nella dinamica degli in-

dici medi. L'eventuale maggiore rischiosità rispetto a quella fatta registrare dal gruppo di banche di riferimento è presumibilmente da imputare a fattori, di mercato o organizzativi, propri dell'azienda.

4.4. *Profilo di organizzazione*

La complessità dei mercati, le maggiori possibilità operative offerte alle banche, l'introduzione di strumenti finanziari innovativi e l'aumento delle pressioni concorrenziali sono elementi che hanno accresciuto l'importanza del profilo organizzativo nell'ambito del processo complessivo di valutazione degli intermediari bancari.

La valutazione del "rischio organizzativo", in quanto elemento che si riverbera necessariamente sugli altri profili tecnici dell'azienda, è la principale finalità perseguita, la cui importanza è confermata dall'esperienza maturata negli ultimi anni: un assetto organizzativo inadeguato è alla base di gran parte delle situazioni di difficoltà individuate nell'esercizio dell'azione di vigilanza, come dimostra l'elevato numero di interventi svolti negli ultimi anni in questa particolare area.

Diverse sono le fonti informative utilizzate: la principale è costituita dal questionario organizzativo, composto da una serie di domande e da alcune schede concernenti le risorse umane e tecniche, che consente, in maniera sistematica e con cadenza periodica, di acquisire informazioni sulle strategie perseguite, sui sistemi di pianificazione e programmazione, sulla macro-struttura organizzativa, sul sistema informativo e contabile, sui controlli interni.

Ai fini della determinazione del giudizio le risposte fornite nel questionario sono poi integrate con tutte le altre informazioni disponibili, provenienti dall'attività di vigilanza svolta nei confronti della banca e, soprattutto, dai risultati degli ultimi accertamenti ispettivi.

L'individuazione del livello del "rischio organizzativo" viene effettuata esaminando l'assetto organizzativo della banca secondo criteri di affidabilità, di coerenza e di funzionalità.

La valutazione dell'affidabilità dell'assetto organizzativo è volta a verificare la consapevolezza del

"rischio organizzativo" da parte della banca e il grado di controllo dell'intera realtà aziendale.

La coerenza dell'assetto organizzativo viene valutata in relazione all'ambiente esterno e alle strategie perseguite. In particolare, oggetto di analisi è la coerenza dei comportamenti aziendali, tenendo presente il grado di compatibilità che deve sussistere tra ambiente, strategia e risorse umane e tecniche disponibili e tra tali variabili e gli altri elementi del sistema organizzativo (struttura, sistemi operativi).

L'analisi della funzionalità fa riferimento alla capacità della banca di conseguire gli obiettivi prefissati in maniera efficiente, minimizzando i costi dei processi produttivi. La valutazione di tale aspetto si collega alle *performances* realizzate dalla banca congiungendosi, quindi, con la complessiva analisi della situazione tecnica, specialmente con il profilo reddituale (incidenza dei costi operativi e redditività della gestione).

Indicazioni sul grado di coerenza e di funzionalità dell'assetto organizzativo possono essere tratte anche dai risultati raggiunti dall'azienda sul piano operativo, mentre la verifica del grado di affidabilità costituisce un momento caratteristico del processo di valutazione della complessiva situazione tecnica, anche in relazione all'importanza che il requisito di affidabilità del sistema organizzativo riveste a fini prudenziali. Pertanto, quest'ultimo aspetto assume un ruolo particolare nel processo di valutazione.

La maggiore complessità ambientale e la conseguente modifica in atto negli assetti organizzativi ha portato l'organo di Vigilanza ad avviare un processo di revisione, tuttora in corso, sia delle metodologie di analisi sia degli strumenti d'indagine, per renderli più flessibili e prontamente adattabili a un contesto in continua evoluzione. Per alcune tipologie di operatività particolarmente rischiose e connotate da un maggiore grado di complessità sono stati inoltre stabiliti, a livello normativo, alcuni presidi organizzativi che le banche debbono necessariamente predisporre e di cui occorre tenere conto nella formulazione del giudizio.

4.5. *Profilo di liquidità*

La valutazione della capacità della banca di far fronte tempestivamente ai propri impegni finanziari

(rischio di liquidità), per l'importanza che essa riveste in un mercato finanziariamente evoluto e integrato, è stata oggetto di studio di un sottogruppo tecnico costituito nell'ambito del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria.

Le conclusioni di questo studio, le quali tengono conto del concreto modo di operare delle grandi banche internazionali intervistate nell'ambito dei lavori preparatori, costituiscono i principi che ispirano la struttura del modello di analisi utilizzato dalla Banca d'Italia.

Il controllo della liquidità da parte dell'autorità di Vigilanza si prefigge di valutare se l'azienda di credito si pone su un sentiero di sviluppo equilibrato ovvero persegue indirizzi che potenzialmente, o di fatto, la rendono esposta al rischio di dover fronteggiare frequenti tensioni in questo campo.

L'ottica in cui ci si muove non è quindi tesa a verificare che in ogni momento la banca sia liquida, il che sarebbe oltretutto impossibile dato che l'operare quotidiano delle banche implica aggiustamenti e revisioni della posizione di liquidità a cadenza anche infragiornaliera. L'analisi, inoltre, prescinde da qualsiasi valutazione circa la redditività dell'area tesoreria, in quanto la gestione profittevole dei flussi di liquidità non richiede di per sé l'effettiva armonizzazione dei flussi finanziari.

Scopo del modello è valutare, in condizioni sia di "normalità" operativa sia di "shock esogeni", se vi sia equilibrio nella struttura per scadenze del bilancio della banca, cioè se i flussi finanziari in entrata e in uscita sono armonizzati oppure manifestano probabili disallineamenti nell'arco temporale preso a riferimento, tali da far presumere che la stessa non sarà in grado di fronteggiare efficacemente il deflusso di risorse liquide. L'analisi mira, pertanto, a valutare situazioni strutturali, in un'ottica diversa da quella propria dei tesorerieri della banca.

L'orizzonte temporale preso in considerazione per la valutazione dell'equilibrio della struttura è pari a un anno: a tal fine, dalle informazioni statistiche viene costruita una "scaletta delle scadenze" (*maturity ladder*), all'interno della quale le attività e passività, opportunamente ponderate per tener conto della variabilità stimata degli aggregati, vengono ordinate in

fasce temporali in base alla loro vita residua. Il modello calcola gli sbilanci per fascia di vita residua nei flussi dei fondi e stima l'esistenza di un equilibrio sostanziale tra attività e passività con scadenza entro l'anno. Fondamentale per la formulazione del giudizio è la determinazione delle attività prontamente liquidabili, risorse liquide a disposizione della banca che rappresentano la principale "linea di difesa" per fronteggiare i deflussi di liquidità previsti e per la cui quantificazione si tiene anche conto del rischio di variazione dei prezzi dei titoli (rischio di tasso di interesse).

L'attribuzione del giudizio avviene stimando l'adeguatezza della liquidità aziendale in un contesto di "normale corso degli affari" e valutando gli effetti di eventuali "shock esogeni" che possono determinare un decremento improvviso di liquidità; in altri termini, viene effettuato un test di robustezza della struttura per scadenze sulla base di "scenari" di crisi. Nell'attribuzione del giudizio vengono inoltre esaminati, ove possibile, tutti gli altri fattori qualitativi e quantitativi che siano potenzialmente in grado di modificare il rischio di liquidità (aspetti organizzativi attinenti alle modalità di gestione della liquidità, *standing* dell'azienda, eccessiva concentrazione dei depositi e dei margini disponibili, problemi sistematicamente riscontrati nei sistemi di compensazione, ecc.).

4.6. Giudizio complessivo

Il processo di valutazione della situazione tecnica aziendale si completa con l'attribuzione di un giudizio complessivo. In particolare, gli elementi di rilievo emersi nell'analisi dei singoli profili tecnici vengono riesaminati nella loro globalità, individuando le interconnessioni esistenti tra i profili stessi (ad es., influenza della dinamica reddituale e della rischiosità sulla situazione patrimoniale attuale e prospettica, effetti della rischiosità e della liquidità sulla redditività della banca, impatti dello stato dell'organizzazione sugli altri aspetti tecnici, ecc.) e i punti di forza e di debolezza della situazione aziendale.

Le informazioni emerse dai modelli di analisi vengono inoltre integrate per tener conto di quegli elementi qualitativi che, pur non essendo ricompresi

nei modelli, tuttavia possono influire in prospettiva sulla situazione della banca esaminata. Tra essi l'assetto proprietario, l'andamento dei mercati di riferimento, le strategie programmate e/o in corso di attuazione, altri fatti particolari che investono direttamente o indirettamente la banca.

In conclusione, quindi, l'attribuzione del giudizio sulla situazione tecnica aziendale non scaturisce da un processo automatico di valutazione, ma avviene integrando e ponderando i diversi elementi emersi nello svolgimento della complessiva attività di vigilanza.

Le valutazioni espresse sui profili tecnici vengono di frequente comunicate agli intermediari e costi-

tuiscono oggetto di confronto con gli esponenti aziendali. Esse, inoltre, guidano i successivi interventi di vigilanza: è sulla base di quanto emerso dal processo valutativo che vengono determinate le priorità e le modalità degli interventi nei confronti delle banche, articolandosi questi in maniera diversa in relazione al tipo e all'intensità dell'anomalia riscontrata.

Gli incontri con gli esponenti aziendali vengono infatti svolti sia con finalità correttive delle situazioni aziendali problematiche o per prevenire deterioramenti tecnici, sia per migliorare la conoscenza degli intermediari, soprattutto di quelli che sperimentano nuove soluzioni sul piano strategico, organizzativo e operativo.

Interventi

Intervento del dr. Antonio Fazio, Governatore della Banca d'Italia,

in occasione della 71^{ma} Giornata mondiale del risparmio

ACRI - Associazione fra le Casse di risparmio italiane

Roma, 31 ottobre 1995

Signor Presidente, Signori Ministri, Autorità, Signore, Signori,

la visione economica consacrata nella nostra Carta costituzionale rimane valida e attuale, pur dopo i grandi cambiamenti che hanno interessato la struttura produttiva, l'apertura agli scambi internazionali, lo sviluppo di una finanza che condiziona lo svolgimento dell'attività economica e la distribuzione della ricchezza.

Del modo di operare dell'economia abbiamo oggi una comprensione migliore, anche se la valutazione diviene talora più incerta a causa dell'accresciuta complessità dei fenomeni. Il pensiero economico ha subito profonde revisioni e rivoluzioni. Rimangono centrali i temi – che tanto rilievo hanno nel sistema della Costituzione – del lavoro, del risparmio, della proprietà privata e della sua diffusione.

Il risparmio

Il risparmio è frutto del lavoro e dell'iniziativa economica; frutto non speso, prudentemente destinato a far fronte a esigenze future delle famiglie e della collettività. Il risparmio assume sempre più forma monetaria; viene affidato a intermediari e a mercati che dovranno garantirne nel tempo la disponibilità e il valore.

Per il sistema economico nel suo insieme il risparmio, trasformato in investimenti, garantisce lo

sviluppo della produzione, genera occupazione, alimenta la disponibilità di beni e servizi per la collettività.

Un'economia con risparmio insufficiente si indebita con l'estero; non è in grado di far fronte alle necessità di investimento per lo sviluppo; oltre il breve periodo subisce uno svilimento del valore della moneta.

L'attuale fase congiunturale

L'economia italiana, nei tre anni trascorsi dalla crisi che portò nell'autunno del 1992 all'uscita della lira dagli Accordi europei di cambio, ha attraversato momenti di difficoltà, talora grave. Ha però compiuto progressi decisivi in alcuni aspetti fondamentali: riequilibrio dei conti con l'estero; ritorno a un sentiero di sviluppo; contenimento dell'inflazione, nonostante gli impulsi sfavorevoli derivanti dal cambio e, quest'anno, anche dai prezzi internazionali.

Il ribaltamento del saldo della bilancia dei pagamenti di parte corrente è valutabile in oltre 4 punti percentuali del prodotto interno; il saldo è passato da un valore negativo di 34.000 miliardi, pari al 2,3 per cento del reddito nel 1992, a uno positivo che potrebbe raggiungere quest'anno i 35.000 miliardi, circa il 2 per cento del reddito.

Il rallentamento della domanda interna, soprattutto per consumi, determinato dalla politica fiscale

e monetaria e dalla moderazione salariale ha consentito di ridimensionare i nostri acquisti all'estero e di contenere l'inflazione. Il guadagno di competitività ha offerto alle imprese italiane l'opportunità di accrescere notevolmente le esportazioni, di ampliare i margini unitari di profitto, di riavviare l'espansione degli investimenti produttivi.

Il ritorno dell'economia italiana a una situazione di attivo nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti ha arrestato la pericolosa ascesa del debito estero. Alla fine del 1992, il debito netto, cioè la differenza tra passività nei confronti di non residenti da parte di tutti i soggetti - Stato, Banca centrale, banche, imprese, famiglie - e attività sull'estero degli stessi settori, era giunto a sfiorare l'11 per cento del prodotto, un livello troppo alto per un paese industriale. Nel confronto internazionale, esso era superato soltanto da quello degli Stati Uniti, la cui moneta continua a risentire di quella situazione di squilibrio.

Alla fine di quest'anno, grazie ai miglioramenti in atto, il debito netto dell'Italia verso l'estero dovrebbe ridursi a meno del 5 per cento del prodotto interno lordo. L'abbattimento del debito estero ha stabilizzato dapprima, consente ora di iniziare a restringere l'ingente onere per interessi.

Se la politica economica continuerà a promuovere questo circolo virtuoso, entro il 1997 il debito estero netto dovrebbe azzerarsi; successivamente verranno cumulati crediti netti.

I pagamenti d'interessi verso non residenti, in analogia a ciò che si rileva in una scala più ampia per il debito pubblico sottoscritto all'interno, avevano assunto dimensioni elevate e crescenti, dando luogo a un processo di autoalimentazione tra disavanzo e debito estero.

La tendenza dell'economia italiana ad accumulare avanzi correnti nella bilancia dei pagamenti, sempre nell'ipotesi di appropriate condizioni interne, trova conferma nelle valutazioni, estese all'anno 2000, dei principali organismi internazionali.

Una posizione esterna florida, nei flussi di scambio e nella situazione di debito e credito, è condizione essenziale perché la moneta mantenga un valore

stabile sui mercati internazionali e, di riflesso, anche su quello interno.

La nostra economia nell'estate del 1993 toccava il punto di minimo della recessione, come rilevammo in questa stessa sede due anni or sono; è ora nel pieno di una fase di espansione, concentrata nel settore industriale.

L'attività produttiva continua a essere sostenuta dal rilancio delle esportazioni, che traggono spunto dal vantaggio competitivo offerto dalla svalutazione della lira, in presenza di costi del lavoro stabili.

Dopo la diminuzione registrata nel 1993, la produzione dell'industria ha accelerato la sua dinamica nel corso del 1994. Gli investimenti sono stati inizialmente frenati da incertezze sulle prospettive a medio termine; dato il buon andamento della domanda globale, il grado di utilizzo della capacità produttiva si è innalzato rapidamente, giungendo in alcuni settori e aree in prossimità dei valori massimi.

Dalla seconda metà del 1994 gli acquisti di beni capitali hanno preso vigore.

È ora avviato un robusto ciclo di investimenti in macchine e attrezzature, largamente autofinanziato con margini di profitto che, nel complesso del sistema produttivo, restano elevati. Al fine di consolidare il vantaggio competitivo negli scambi internazionali, finora basato soprattutto su differenziali di prezzo, è essenziale che l'accumulazione di capitale nelle imprese assuma un forte contenuto di innovazione.

A migliorare la competitività strutturale del sistema produttivo italiano dovranno contribuire gli investimenti pubblici, il cui sviluppo è invece ancora ostacolato dalla complessità delle procedure e da inefficienze nel funzionamento delle Amministrazioni.

I consumi hanno ripreso a progredire, ma lentamente. Ne limitano la crescita il ritardo con cui l'espansione produttiva si riflette sull'occupazione, un clima di fiducia che stenta a migliorare e tiene bassa la propensione al consumo.

Nel complesso, la domanda aggregata è entrata in una fase di ricomposizione: più investimenti privati ed esportazioni, meno consumi; mancano adeguate realizzazioni di opere infrastrutturali.

La ricomposizione dei grandi aggregati della domanda globale risponde a un'esigenza che l'economia italiana ha maturato fin dagli anni ottanta, a causa di una insufficienza di risparmio nell'economia nel suo complesso. Il disavanzo pubblico aveva continuato in quel decennio ad assorbire quote elevate del risparmio delle famiglie destinandolo a spese non produttive. La dinamica dei consumi era rimasta a lungo più vivace rispetto agli altri paesi industriali. Gli investimenti avevano spesso mostrato carenze di quantità e di qualità. La posizione delle nostre imprese sui mercati esteri aveva subito arretramenti.

La fase di sviluppo in atto trova in questo riequilibrio una ragione di solidità.

Affinché lo sviluppo si rafforzi e si prolunghi nel tempo, è necessario continuare nel processo di disinflazione.

Nella Relazione, a fine maggio, avevamo affermato che la dinamica inflazionistica poteva essere piegata attraverso un'evoluzione ordinata della domanda, comportamenti delle imprese volti a evitare ulteriori ampliamenti dei margini di profitto, il persistere della moderazione salariale. La svalutazione del cambio e l'accelerazione dei prezzi al consumo nella prima metà dell'anno rischiavano di risospingere l'economia verso una sequenza negativa di prezzi e salari in aumento e di cambio sempre più debole. La restrizione monetaria di fine maggio fu volta a spezzare quel circolo perverso.

Gli incrementi mensili del costo della vita, depurati dei fattori stagionali e degli effetti delle imposte indirette, nel terzo trimestre si sono situati in media, su base annua, intorno al 4,5 per cento, contro il 6 per cento nel secondo.

L'inflazione di ottobre, secondo il dato preliminare depurato della componente stagionale, è inferiore a quella rilevata nel trimestre estivo.

Sulla prosecuzione della fase di discesa possono gettare un'ombra turbolenze sul mercato dei cambi e incertezze sulla prosecuzione dell'azione di risanamento delle finanze pubbliche.

Il rientro dell'inflazione va consolidato mirando a condurla al di sotto del 4 per cento nel 1996.

Gli squilibri nei conti pubblici

La diminuzione del risparmio in Italia ha assunto dimensioni rilevanti fino ai primi anni novanta, anche a causa del forte deterioramento del saldo corrente del settore pubblico e della scarsa capacità delle spese pubbliche di contribuire alla crescita dell'economia.

La caduta della propensione al risparmio e il formarsi di squilibri nei conti pubblici sono fenomeni che hanno interessato la generalità dei paesi industriali. Da noi, per ragioni demografiche, sociali e politiche, essi hanno assunto dimensioni maggiori e connotazioni più negative. Nella maggior parte degli altri paesi, la correzione è iniziata negli anni ottanta.

Al declino del tasso di risparmio hanno contribuito: il rallentamento dello sviluppo; le modifiche intervenute nei profili di consumo e negli assetti familiari; il progressivo invecchiamento della popolazione; l'estensione del sistema pensionistico, a carico del bilancio pubblico, a fasce sempre più ampie di lavoratori e di cittadini.

Si è ridotto il tasso di accumulazione di capitale produttivo nell'economia. Si è progressivamente formato un debito estero. Sono questi gli effettivi oneri che le politiche di bilancio espansive seguite negli anni settanta e nella prima metà degli anni ottanta hanno traslato sulle generazioni future.

Gli squilibri interni e nei confronti dell'estero hanno generato tensioni crescenti sui mercati finanziari e valutari; hanno continuato a pesare anche dopo la crisi valutaria del settembre 1992, sul cambio della lira e sul rendimento dei titoli.

L'azione correttiva posta in essere nel settembre 1992 ha dato un impulso notevole al ridimensionamento del disavanzo. Nel 1994, la correzione dei conti dello Stato ha subito una battuta d'arresto, anche a causa della recessione. Nell'anno in corso, la politica di bilancio recupererà, almeno in parte, il ritardo registrato nell'azione di riequilibrio; la manovra aggiuntiva d'inizio d'anno dovrebbe consentire di raggiungere obiettivi rilevanti.

Il fabbisogno del settore statale quest'anno dovrebbe segnare una riduzione dal 9,5 al 7,5 per cento del prodotto interno lordo. Secondo i programmi go-

vernativi, il rispetto dei limiti stabiliti per i saldi di bilancio e la realizzazione delle dismissioni patrimoniali programmate, che dovrebbero concentrarsi in quest'ultima parte dell'anno, consentiranno di arrestare dopo molti anni la fase ascendente del peso del debito pubblico sull'economia.

L'andamento del rapporto tra debito e prodotto lordo, cui fanno riferimento gli operatori interni e internazionali, è indice della capacità dello Stato di mantenere il controllo dei conti pubblici.

Nonostante i progressi compiuti e quelli in corso, tale rapporto rimane assai elevato rispetto agli altri grandi paesi industriali. Tuttavia, a esso fa riscontro in Italia un tasso di risparmio delle famiglie e delle imprese che, nonostante la riduzione subita, rimane pure elevato.

Il proseguimento dell'azione di riequilibrio dei conti pubblici è la via obbligata per lo sviluppo degli investimenti e dell'occupazione, per consolidare il valore della moneta, per difendere il risparmio.

La percezione di una ferma volontà di raggiungere questi obiettivi, anche al di là di contingenze politiche, consentirà di moderare il livello dei tassi d'interesse di mercato. La creazione di margini nel bilancio statale favorirà la ripresa degli investimenti in infrastrutture e un più deciso attacco ai problemi del dualismo territoriale e della disoccupazione.

Risparmio e sistema finanziario

La quota di ricchezza, di risparmio accumulato nel tempo, posseduta dalle famiglie sotto forma di attività finanziarie è passata da un terzo alla fine degli anni settanta a circa due terzi nei primi anni novanta. Fra le attività finanziarie, preponderante è la presenza di titoli di Stato. Questa forma di investimento ha raggiunto tutte le fasce sociali della popolazione; detengono titoli di Stato il 40 per cento circa dei pensionati, un terzo delle famiglie di impiegati, quasi un quarto di quelle operaie.

Nei prossimi anni al graduale riassorbimento del disavanzo pubblico potrà corrispondere un riequilibrio del portafoglio finanziario delle famiglie a favo-

re di titoli azionari e di quote di investitori istituzionali. Una più ampia diffusione di queste forme di investimento finanziario, di partecipazione alla proprietà delle imprese, è la condizione per sostenere e irrobustire l'attività di investimento.

Per consolidare il rinnovamento e l'espansione del potenziale produttivo è necessaria una solida e più ampia base patrimoniale delle imprese, che consenta di intraprendere strategie di sviluppo e di riorganizzazione aziendale con una visione di lungo periodo. Una decisa apertura degli assetti proprietari delle imprese al pubblico risparmio richiede, da parte di queste, la percezione che i vantaggi possono superare i costi connessi con la diffusione della proprietà; da parte delle famiglie la fiducia nell'investimento azionario. L'ordinato funzionamento del mercato dei capitali esige efficienza e soprattutto trasparenza.

La situazione da cui oggi muoviamo non è ancora soddisfacente.

Accadimenti recenti confermano questo giudizio.

I gruppi produttivi medi e grandi che quotano una o più loro società in borsa hanno finora dimostrato una capacità limitata, in relazione alle dimensioni del risparmio dell'economia, di raccogliere fondi sul mercato. Più bassa che negli altri principali paesi è anche la capacità di collocare capitale di rischio sui mercati esteri.

Nella Relazione dello scorso maggio abbiamo osservato che ad allontanare il risparmio, italiano ed estero, dalle società quotate in borsa non è tanto il rendimento medio delle azioni, quanto la "forte variabilità dei rendimenti e la tutela inadeguata degli interessi dell'azionariato diffuso".

Nella carenza di procedure formali di ristrutturazione delle imprese in crisi, la realizzazione di piani di risanamento a opera di soggetti bancari è spesso necessaria. Per valorizzare il potenziale produttivo delle imprese da risanare e garantire gli interessi di tutte le parti coinvolte occorrono: la disponibilità di informazioni complete sulla situazione delle società coinvolte; la trasparenza delle scelte dei piani sulla base del loro contenuto industriale e finanziario; il vaglio da parte del mercato e degli operatori delle soluzioni proposte.

Quando i predetti requisiti non sono soddisfatti, la tutela degli interessi dell'azionariato diffuso risulta inadeguata; ne discende anche un'elevata volatilità delle quotazioni. In questo senso si è espressa l'Autorità di supervisione dei mercati.

Per la gestione del risanamento delle aziende in crisi e per la fluida circolazione della proprietà, è indispensabile un rafforzamento delle istituzioni finanziarie; progressi sono stati compiuti in questi anni nella direzione auspicata con la liberalizzazione del mercato del credito, con le nuove opportunità offerte alle banche per l'assunzione diretta di partecipazioni, con il disegno di un quadro normativo per la nascita di fondi integrativi di pensione. Un contributo allo sviluppo e all'efficienza del mercato deriverà dalla realizzazione del programmato processo di privatizzazione delle imprese di proprietà pubblica.

Affinché banche e investitori istituzionali, italiani ed esteri, assumano consapevolmente un ruolo attivo negli assetti societari delle imprese italiane e affinché ciò sia di beneficio alla generalità degli azionisti, occorrono una puntuale conoscenza della situazione aziendale, attraverso il rafforzamento dei presidi interni di controllo, e una migliore qualità e completezza dell'informazione societaria. È necessaria una piena conoscenza delle strutture di partecipazione e l'identificazione univoca dei confini dei gruppi e dei soggetti ultimi che ne esercitano il controllo.

Vanno regolate la sollecitazione delle deleghe di voto in assemblea e rimossi gli ostacoli che ancora frenano il ricorso al mercato come mezzo di trasferimento del controllo; è opportuno rivedere la logica delle procedure concorsuali per la gestione della crisi d'impresa, comprimendone i tempi e orientandole al recupero dei valori imprenditoriali, anziché alla mera realizzazione delle attività. Tutto ciò richiede modifiche dell'ordinamento.

L'emergere di una pluralità di istituzioni finanziarie in grado di valutare le scelte strategiche degli imprenditori è un requisito indispensabile per accrescere l'efficienza del nostro mercato e per riconciliare le esigenze di tutela dei risparmiatori con l'autonomia di gestione delle imprese.

Conclusioni

Nel nostro paese, il risanamento dei conti pubblici rappresenta il passo obbligato per sostenere la formazione del risparmio e per rafforzare le prospettive di sviluppo.

La capacità dell'economia di crescere e di competere sui mercati internazionali si fonda sulla formazione del risparmio, sul suo proficuo utilizzo, sulla corretta allocazione delle risorse tra usi pubblici e privati.

L'economia italiana nel corso dell'ultimo triennio ha compiuto progressi importanti; la domanda globale ha subito una profonda ricomposizione; la produzione è in netta espansione. Il miglioramento della bilancia dei pagamenti correnti ha consentito di avviare la riduzione del debito estero del Paese.

Gli andamenti dei mercati finanziari e della lira sui mercati internazionali sono influenzati dalle turbolenze che nell'ultimo anno hanno interessato i mercati valutari e finanziari mondiali, ma soprattutto risentono negativamente della situazione dei conti pubblici.

Incertezze nell'azione di politica economica possono generare oneri ingenti per il bilancio pubblico, perdite di valore delle attività finanziarie detenute dai risparmiatori, deterioramento delle ragioni di scambio e quindi diminuzione della ricchezza del Paese nel suo complesso.

Il rispetto degli obiettivi per il 1996 indicati nella legge finanziaria è in grado di imprimere una svolta al riequilibrio dei conti dello Stato. È ampiamente nelle possibilità dell'economia italiana conseguire questi obiettivi.

Un contributo all'apprezzamento del cambio e alla discesa dei tassi d'interesse potrà derivare dal rafforzamento della struttura e dell'operatività del mercato dei capitali privati. Dovranno emergere altri operatori che ne accrescano l'efficienza, al servizio del sistema produttivo, del risparmio nazionale, degli investitori esteri.

La moderazione salariale ha contribuito, in misura determinante, alla stabilità monetaria interna e alla

competitività dell'economia nei confronti dell'estero. L'accordo sulla politica dei redditi va garantito anche attraverso le politiche di prezzo delle imprese e la riduzione dell'evasione fiscale, evitando un ulteriore restringimento, nella distribuzione del prodotto, della quota di reddito disponibile per il lavoro dipendente.

Le imprese hanno saputo cogliere le opportunità loro offerte dalla ripresa congiunturale. Alla loro creatività rimane affidata la prosecuzione dello sviluppo, puntando all'espansione delle quantità pro-

dotte, a beneficio di tutte le parti sociali e dell'occupazione.

La stabilità del potere d'acquisto della moneta costituisce il presidio fondamentale a difesa del reddito e della ricchezza della nazione, in particolare delle classi più deboli.

La politica monetaria rimane orientata in senso antinflazionistico. Non ne discenderanno effetti negativi. Ne deriverà un sostegno alla crescita dell'economia, nella misura in cui le politiche fiscali e dei redditi rimarranno orientate alla stabilità.

L'economia italiana, la politica monetaria e l'inflazione

Intervento del dr. Antonio Fazio, Governatore della Banca d'Italia

2° Congresso: AIOTE - ASSOBAT - ATIC - FOREX

Firenze, 20 gennaio 1996

Signori Presidenti dell'ATIC, dell'ASSOBAT, dell'AIOTE, del FOREX; Signori Operatori del mercato dei cambi, del mercato finanziario, del mercato monetario,

i progressi delle telecomunicazioni, la globalizzazione dei mercati, nuove tecniche operative hanno condotto a una crescita senza precedenti dell'attività di intermediazione finanziaria. Essa è fondamentale per la determinazione dei valori delle monete e dei tassi d'interesse di mercato. Svolgete in tal modo un servizio essenziale nella raccolta, nell'utilizzo e nella trasmissione delle informazioni, per l'efficiente allocazione del risparmio a livello nazionale e internazionale.

La vostra attività è di grande rilievo ai fini dell'operare di economie aperte agli scambi e ai flussi finanziari internazionali, fornisce elementi di giudizio sulle condizioni dei sistemi economici, costituisce punto di riferimento per l'attività di governo. Mercati finanziari e valutari efficienti possono svolgere un notevole ruolo per un ordinato e stabile progresso dell'economia reale.

1. La congiuntura e i prezzi

Nel corso del 1995 l'economia italiana ha compiuto notevoli progressi.

L'anno si è chiuso con un aumento del prodotto interno lordo superiore al 3 per cento; insieme con quello registrato negli Stati Uniti, è il più elevato tra i principali paesi industriali.

La crescita dell'attività produttiva è stata particolarmente intensa nel primo trimestre e nel terzo, per poi rallentare nell'ultima parte dell'anno.

Per il 1996 è prevedibile un attenuarsi dell'espansione, essenzialmente in connessione con il rallentamento in atto in Europa. La riduzione della crescita è stata particolarmente brusca in Francia e in Germania; in queste economie l'aumento dei prezzi è molto contenuto, inferiore al 2 per cento.

I grandi paesi industriali la cui moneta si è apprezzata hanno presentato una minore espansione produttiva, ma hanno beneficiato di una maggiore stabilità del potere d'acquisto all'interno.

In Italia la produzione industriale è stata sospinta, oltre che dalla forte crescita delle esportazioni, dalla ripresa degli investimenti. Nei primi nove mesi dell'anno le esportazioni hanno registrato un incremento, in quantità, di oltre il 14 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Gli investimenti in impianti e in macchinari sono cresciuti, sempre in volume, della stessa misura. L'aumento dei consumi è stato contenuto, inferiore alla metà di quello del prodotto, in relazione alla moderata dinamica dei redditi da lavoro dipendente e a una disoccupazione ancora elevata.

Il sostenuto sviluppo della domanda globale rivolta al settore industriale, tensioni di offerta in alcuni comparti, il permanere delle quotazioni della lira a un livello sottovalutato in rapporto alle condizioni dell'economia, il rialzo dei prezzi dei concorrenti esteri sul mercato italiano hanno portato a un ulteriore aumento dei margini di profitto rispetto ai valori già elevati raggiunti nel 1994.

Sul mercato interno la crescita dei prezzi dell'*output* manifatturiero, dopo una forte accelerazione all'inizio dell'anno, ha segnato un deciso rallentamento negli ultimi mesi; in media essa ha superato il 7 per cento. I costi unitari variabili sono saliti del 5 per cento.

Nel 1995, come nell'anno precedente, si è registrato dunque un divario di circa 2 punti percentuali tra l'aumento dei prezzi di vendita e quello dei costi per unità di prodotto.

Nello scorso maggio affermammo la necessità di contenere l'incremento dei prezzi, al netto dell'imposizione indiretta, entro il 4,5 per cento nella media dell'anno; quel limite è stato superato di un decimo di punto. Il costo della vita è cresciuto di 5,4 punti percentuali, di cui 0,8 direttamente imputabili alle variazioni dei tributi indiretti.

L'avanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti è rimasto su livelli elevati; esso dovrebbe aver superato 35 mila miliardi, pari al 2 per cento del prodotto interno.

Rispetto al 1994 è migliorata nettamente la situazione dei conti pubblici, favorita da una crescita dell'attività produttiva e da una inflazione superiori al previsto; secondo la definizione adottata dal Tesoro, il fabbisogno del settore statale si è ridotto di 25 mila miliardi. I progressi compiuti sono attribuibili soprattutto all'aumento della pressione fiscale e contributiva; in definitiva, alle misure prese con la manovra di primavera. Non è ancora noto l'andamento delle varie categorie di spesa; nell'ambito di queste, le erogazioni delle USL hanno registrato una contrazione più ampia del previsto, anche per fattori di ordine amministrativo.

In rapporto al prodotto interno lordo, il fabbisogno del settore statale è disceso dal 9,5 per cento nel 1994 al 7,4, come previsto nel Documento di programmazione economico-finanziaria dello scorso giugno. Si è arrestata per la prima volta, dopo molti anni, la crescita del rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo.

Lo sviluppo dell'attività economica non ha ancora dato luogo a benefici apprezzabili sull'occupazione. Tra la fine del 1994 e quella del 1995 nelle regioni settentrionali e centrali gli occupati sono aumentati dell'1 per cento, in relazione all'incremento registrato nel settore terziario. Nel Mezzogiorno l'occupazione è ulteriormente diminuita.

2. La posizione patrimoniale nei confronti dell'estero

Alla fine del 1994 il passivo della posizione patrimoniale dell'Italia nei confronti di tutti gli altri paesi si era ridotto a 118 mila miliardi di lire, rispetto al valore massimo di 164 mila miliardi - l'11 per cento del prodotto interno lordo - raggiunto alla fine del 1992. Nell'anno appena decorso il passivo ha continuato a diminuire, raggiungendo in settembre 104 mila miliardi; alla fine di dicembre dovrebbe collocarsi intorno a 90 mila miliardi, tra il 4 e il 5 per cento del prodotto interno lordo (tav. 1).

Nel 1995 è proseguita la divaricazione, già manifestatasi nei due anni precedenti, tra gli andamenti della posizione sull'estero del settore pubblico, da un lato, e di quella delle imprese e delle famiglie, dall'altro.

Dai dati finora disponibili, relativi ai primi nove mesi, risulta un ulteriore accrescimento del debito del Tesoro verso l'estero, da 233 mila a 265 mila miliardi, in relazione sia al collocamento di titoli pubblici sui mercati esteri sia agli investimenti effettuati sul mercato interno dai non residenti. L'acquisto di attività sull'estero, prevalentemente in valuta, da parte di famiglie e imprese è continuato a ritmi sostenuti.

Tra il 1989 - anno precedente la piena liberalizzazione dei movimenti dei capitali - e il 1995, il settore privato da debitore netto nei confronti dell'estero, in misura pari al 6 per cento del prodotto interno lordo, è divenuto creditore netto per un importo pari all'8 per cento dello stesso aggregato. Le attività sull'estero del settore, in lire e in valuta, sono passate dal 15 per cento del prodotto interno lordo al 36 per cento; le passività sono aumentate dal 21 al 28 per cento.

Ancor più rilevante è stato il rovesciamento della sola posizione netta in valuta del settore privato; escludendo i crediti commerciali e gli investimenti diretti, quest'ultima, da un passivo di oltre 65 mila miliardi nel 1992, si è tramutata, nel 1994, in un attivo di oltre 60 mila miliardi, come risultato di una decisa contrazione dei debiti e di una contemporanea espansione dei crediti.

Tav. 1

Posizione dell'Italia sull'estero per operatori residenti: dati aggiustati (1)
(consistenze di fine periodo; migliaia di miliardi di lire)

VOCI	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995 settembre
Attività	377	430	488	604	768	842	903
Settore statale	4	5	6	8	9	10	10
Banca centrale	95	105	96	77	87	94	94
Banche	100	98	105	105	168	155	158
Settore privato non bancario	178	222	281	415	505	584	641
di cui: famiglie e fondi comuni	63	60	84	107	143	154	157
imprese non finanziarie e altre finanziarie	113	142	173	255	305	333	353
partite non classificabili e discrepanze	2	20	24	53	57	96	130
Passività	437	527	612	769	914	959	1.007
Settore statale	43	62	83	108	217	243	275
Banca centrale	2	2	2	41	37	35	44
Banche	141	157	187	138	157	191	197
Settore privato non bancario	251	307	340	481	504	490	491
di cui: famiglie e fondi comuni	3	2	2	2	3	3	3
imprese non finanziarie e altre finanziarie	238	269	304	424	448	432	425
partite non classificabili e discrepanze	10	35	33	55	53	55	63
Posizione netta	-59	-97	-123	-164	-145	-118	-104
Settore statale	-39	-57	-77	-101	-208	-233	-265
Banca centrale	93	103	94	36	50	59	51
Banche	-41	-59	-82	-33	12	-37	-39
Settore privato non bancario	-73	-85	-59	-66	1	93	149
di cui: famiglie e fondi comuni	60	58	82	104	140	151	154
imprese non finanziarie e altre finanziarie	-125	-128	-132	-169	-143	-99	-72
partite non classificabili e discrepanze	-7	-15	-9	-2	3	41	67

(1) I dati sulla posizione complessiva del Paese e su quella delle banche sono tratti dal sistema contabile della bilancia dei pagamenti. I dati sulle altre poste sono tratti dai conti finanziari. La voce "partite non classificabili e discrepanze" include la discrepanza statistica fra i due sistemi di conti. L'attivo della Banca centrale e il passivo delle banche escludono le operazioni pronti contro termine in valuta. L'attivo e il passivo delle banche escludono la parte che ha contropartita nella posizione in valuta sull'interno, che è invece direttamente imputata a debito e a credito del settore delle imprese.

Negli ultimi tre anni, la domanda di attività sull'estero dei privati ha sensibilmente sopravanzato la pur ampia offerta di valuta derivante dal *surplus* delle partite correnti, influenzando negativamente sul tasso di cambio.

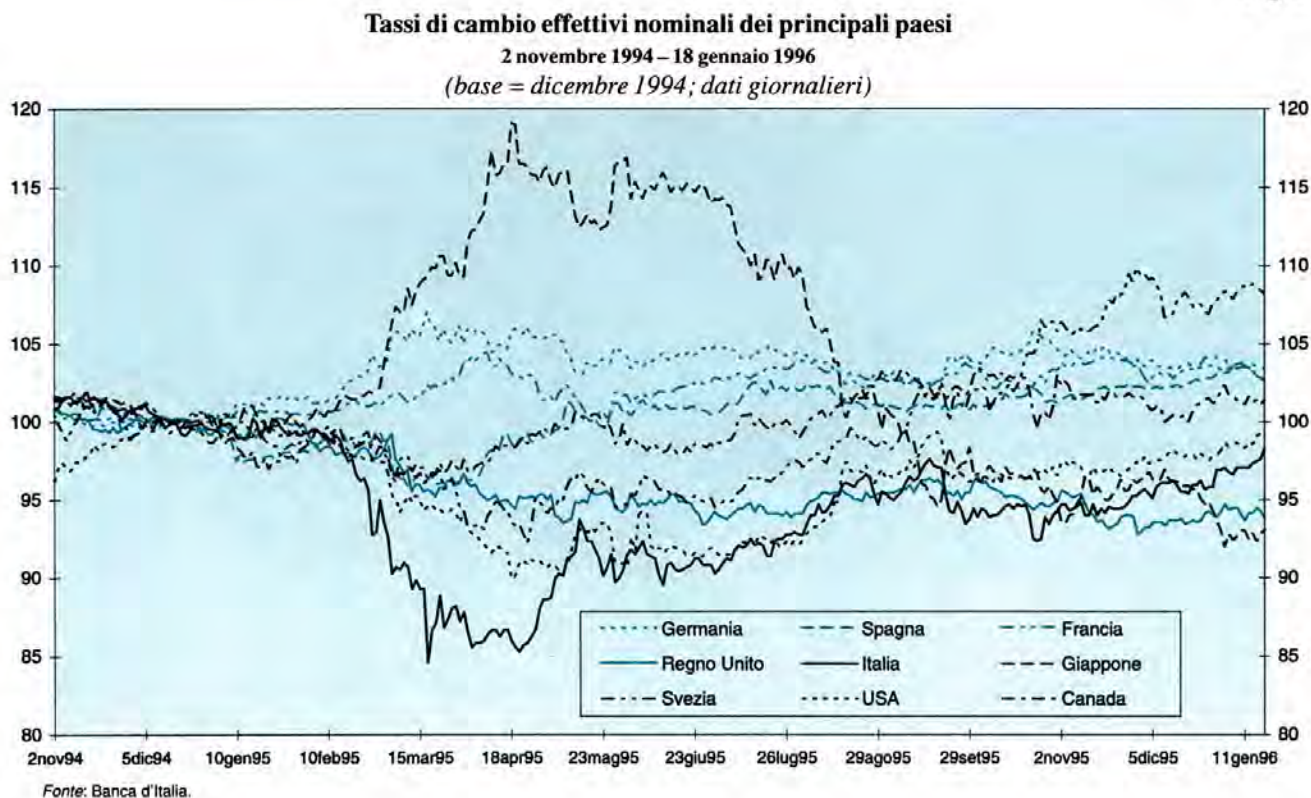
3. Il cambio della lira, i movimenti di capitali e i tassi d'interesse

Nel corso del 1995 la lira ha mostrato ampie oscillazioni, chiudendo l'anno con un deprezzamen-

to del cambio effettivo nominale pari al 4,2 per cento rispetto al dicembre 1994 (fig. 1). Questo andamento si è realizzato in un contesto di avanzi commerciali e di partite correnti superiori a quelli già ragguardevoli dei due anni precedenti (tav. 2).

Eventi di origine esterna e gli sviluppi della situazione politica ed economica interna hanno influenzato le aspettative e le scelte degli operatori residenti ed esteri, provocando ampie fluttuazioni nel conto capitale della bilancia dei pagamenti e forti squilibri sul mercato valutario.

Fig. 1



Nei primi mesi dell'anno, l'aggravamento della crisi messicana e la propagazione dei suoi effetti a livello internazionale si combinavano con le incertezze che emergevano negli operatori relativamente all'approvazione della manovra di bilancio aggiuntiva proposta dal nuovo Governo e alla stabilità del quadro politico italiano.

I timori di una crisi finanziaria internazionale di ampie proporzioni penalizzavano la lira più di altre monete.

La domanda di valuta, soprattutto da parte di residenti, si faceva più intensa già a fine febbraio; diveniva tumultuosa in marzo. Le quotazioni della lira toccavano il valore minimo il 17 marzo, allorché si cumulavano esportazioni di capitali da parte di operatori italiani con disinvestimenti di non residenti. La pressione rimaneva elevata fino ai primi giorni di maggio.

In quella fase le esportazioni di capitali, effettuate direttamente o attraverso il sistema bancario, assumevano dimensioni paragonabili a quelle raggiunte

nella crisi valutaria del 1992. Le uscite di capitali non bancari originate da residenti per l'acquisizione di attività in valuta superavano nel primo quadrimestre i 20 mila miliardi, presumibilmente costituiti da investimenti di capitali all'estero, in gran parte non registrati nella contabilità finanziaria del Paese. Al netto della componente in lire i movimenti di capitali bancari presentavano deflussi pari a 8 mila miliardi, per lo più connessi con rimborsi di finanziamenti in valuta da parte delle imprese.

Il sommovimento generale che ha interessato il mercato mondiale dei cambi in marzo ha portato a un ampio spostamento di fondi dalle valute considerate deboli verso quelle forti. Il cambio effettivo del dollaro è caduto fino a 10 punti percentuali in aprile, rispetto alla media del dicembre precedente; la lira a metà marzo era deprezzata del 15,4 per cento. Il marco e le altre monete a esso collegate si sono considerevolmente apprezzate. La moneta giapponese si è rivalutata in quattro mesi fino al 19 per cento. La peseta, la corona svedese e la sterlina hanno seguito il movimento del dollaro.

Tav. 2

Bilancia dei pagamenti e variazione della PNE e della PNI in valuta delle banche

1992 - novembre 1995
(flussi in miliardi di lire)

VOCI	1992	1993	1994	1995				
				I quadrim.	II quadrim.	Set.-Ott. (1)	Nov. (1)	Gen.-Nov. (1)
A. Saldo globale	-32.548	2.206	3.309	-9.488	14.757	-4.542	-3.063	-2.336
B. Partite correnti (2)	-34.225	17.824	25.012	7.396	20.084	-6.888	2.078	22.670
C. Movimenti di capitale (3)	10.317	14.799	-22.015	-544	-4.734	2.346	-5.141	-8.073
C.1. Bancari	12.187	-84.589	21.594	3.273	-29.641	-543	-17.187	-44.098
C.2. Non bancari (3)	-1.870	99.388	-43.609	-3.817	24.907	2.889	12.046	36.025
C.2.1. Capitali italiani (3)	-44.911	-9.955	-83.831	-12.307	-6.239	-6.864	-1.285	-26.695
di cui: investimenti di portafoglio	-27.393	10.095	-52.135	-6.597	-3.528	-3.708	-3.063	-16.896
prestiti	-6.255	-5.076	-13.548	158	-1.388	-2.036	1.668	-1.598
C.2.2. Capitali esteri (3)	43.041	109.343	40.222	8.490	31.146	9.753	13.331	62.720
di cui: investimenti di portafoglio	28.681	103.390	43.871	-2.022	27.620	11.947	11.983	49.528
prestiti	9.215	607	-14.279	1.085	8.302	-2.879	388	6.896
D. Errori e omissioni	-8.640	-30.417	312	-16.340	-593	....	....	(4) -16.933
A. Posizione netta verso l'estero delle banche	-12.187	84.589	-21.594	-3.273	29.641	543	17.187	44.098
A.1. In valuta	-30.789	47.104	9.253	7.682	13.791	1.827	4.895	28.195
A.2. In lire	18.602	37.485	-30.847	-10.955	15.850	-1.284	12.292	15.903
B. Posizione netta verso l'interno in valuta delle banche	(5) 27.792	-34.459	-25.279	-7.108	-14.770	-2.972	-3.547	-28.397
di cui: finanziamenti a clientela	(5) 26.642	-35.605	-19.978	-3.478	-12.081	....	....	(4) -15.559

Fonte: UIC.

(1) Dati provvisori. - (2) Da settembre 1995 il dato delle partite correnti include le voci "crediti commerciali" ed "errori e omissioni". - (3) Da settembre 1995 il dato non ricomprende la voce "crediti commerciali". - (4) Totale gennaio-agosto. - (5) Il dato del 1992 include le sole banche con prevalente raccolta a breve.

Nella seconda metà dell'anno, mentre altre valute hanno più che recuperato le posizioni perse nei primi mesi, la nostra moneta si è mossa in stretto parallelismo con quella americana.

Il progressivo riassorbimento delle tensioni internazionali - con la stabilizzazione del peso messicano e la ripresa del dollaro - la maggiore fiducia nella volontà di risanamento finanziario delle autorità italiane, l'accordo sulla riforma delle pensioni modificavano sostanzialmente, da maggio, le aspettati-

ve e il comportamento degli operatori nei confronti della lira.

Nel quadrimestre maggio-agosto gli acquisti di attività in valuta da parte dei residenti si riportavano su livelli che possono essere considerati in linea con il processo strutturale di diversificazione dei portafogli italiani. Crescevano fortemente gli investimenti, soprattutto di portafoglio, dell'estero, in buona misura finanziati in lire; nel quadrimestre essi si ragguagliavano a circa 31 mila miliardi; si consolidava, in tal modo,

parte delle ingenti disponibilità liquide in lire assorbite dai mercati internazionali nella prima parte dell'anno.

Gli ampi avanzi di parte corrente erano in grado di compensare anche i deflussi valutari, pari a 12 mila miliardi nel quadrimestre, connessi con un'accelerazione dei rimborsi da parte delle imprese dei finanziamenti bancari in valuta.

Rispetto al dicembre 1994, il deprezzamento del tasso effettivo della lira si riduceva rapidamente fino a un minimo del 3,4 per cento in agosto; il cambio con il marco ritornava al di sotto delle 1.090 lire.

Tra settembre e ottobre, l'indebolimento del dollaro, nuove incertezze sulla stabilità del Governo e il diffondersi di dubbi sul processo di unificazione monetaria europea provocavano un temporaneo deterioramento delle quotazioni della lira. L'offerta di valuta proveniente da nuovi, ingenti investimenti esteri non era sufficiente a compensare gli acquisti di valuta dei residenti. Il deprezzamento del tasso ef-

fettivo nominale della lira rispetto al dicembre 1994 saliva fino al 7,7 per cento nell'ultima parte di ottobre; il cambio con il marco tornava temporaneamente al di sopra delle 1.160 lire.

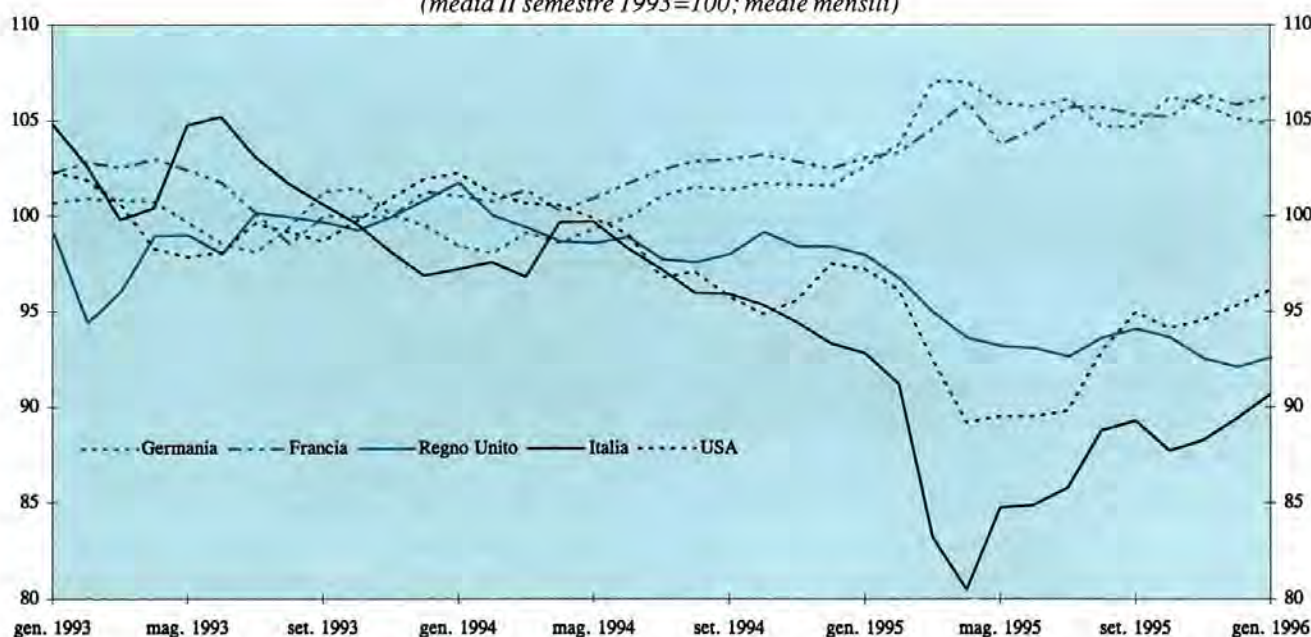
Negli ultimi due mesi la lira ha registrato sensibili recuperi, beneficiando delle attese, poi confermate, di una riduzione dei tassi d'interesse ufficiali sulle altre principali monete. Il graduale rafforzamento del cambio segnala un miglioramento delle aspettative circa l'evoluzione dell'economia italiana.

Nell'Audizione resa di fronte al Parlamento europeo, lo scorso 25 settembre, ho argomentato che, nel secondo semestre del 1993, l'economia italiana si era riportata in condizioni di normalità con riferimento ai tassi d'interesse, al cambio e alla bilancia dei pagamenti.

Rispetto a quel periodo, nel dicembre 1995 il tasso di cambio effettivo reale, calcolato sulla base dei prezzi alla produzione, era ancora deprezzato del 3,2 per cento; il tasso di cambio effettivo nominale era ieri deprezzato dell'8,4 (figg. 2 e 3).

Fig. 2

Tassi di cambio effettivi nominali dei principali paesi
 gennaio 1993 - gennaio 1996 (1)
 (media II semestre 1993=100; medie mensili)



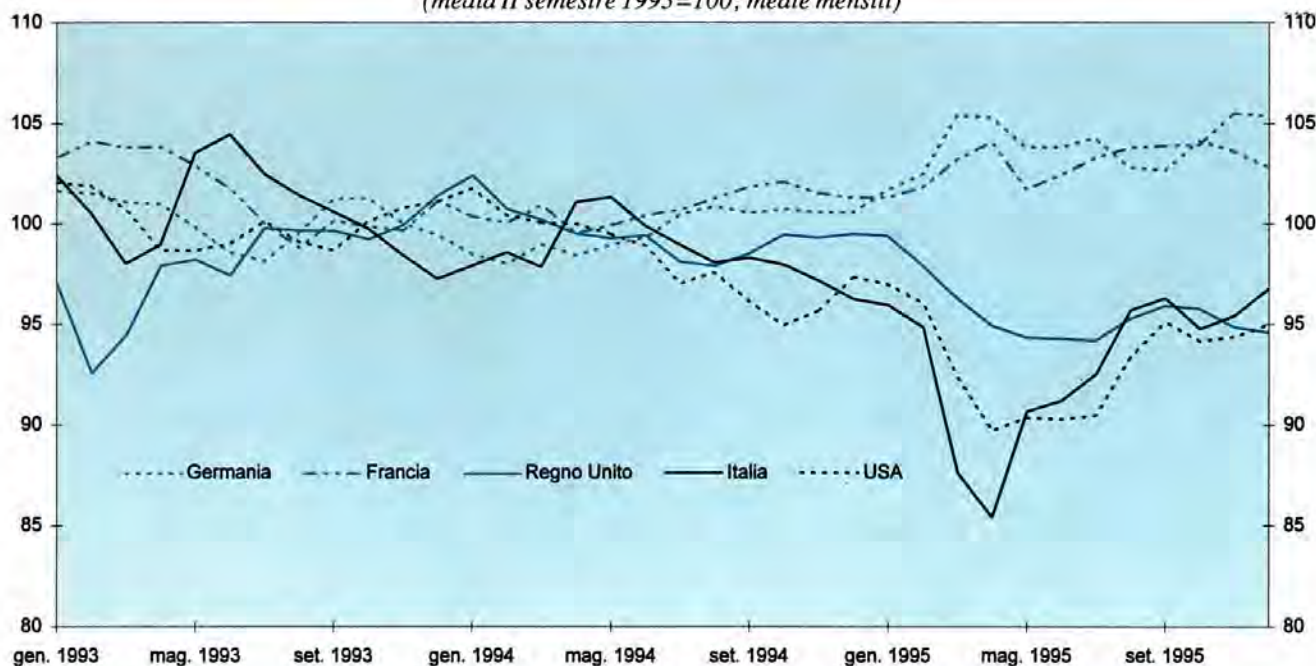
Fonte: Banca d'Italia.
 (1) Media fino al 18 gennaio.

Fig. 3

Tassi di cambio effettivi reali dei principali paesi calcolati sulla base dell'indice dei prezzi alla produzione

gennaio 1993 - dicembre 1995 (1)

(media II semestre 1993=100; medie mensili)



Fonte: Banca d'Italia.

(1) I dati degli ultimi due mesi sono stimati.

Nell'anno trascorso le oscillazioni di breve periodo dei corsi dei titoli hanno seguito da vicino, come già avvenuto durante il 1994, l'andamento del cambio della lira. I titoli decennali rendevano, al lordo di imposta, intorno al 12 per cento nell'ultimo trimestre del 1994; il 13,4 da metà marzo a fine aprile dello scorso anno; meno dell'11 per cento a fine dicembre; ieri, il 10,1 per cento.

I rendimenti sul nostro mercato hanno risentito del trend decrescente che ha caratterizzato il mercato finanziario degli Stati Uniti e quelli degli altri principali paesi industriali; sui tassi italiani hanno influito in misura decisiva l'azione correttiva dei conti pubblici - attuata con la manovra del febbraio 1995 e con l'approvazione della legge finanziaria per il 1996 - e l'orientamento antinflazionistico della politica monetaria.

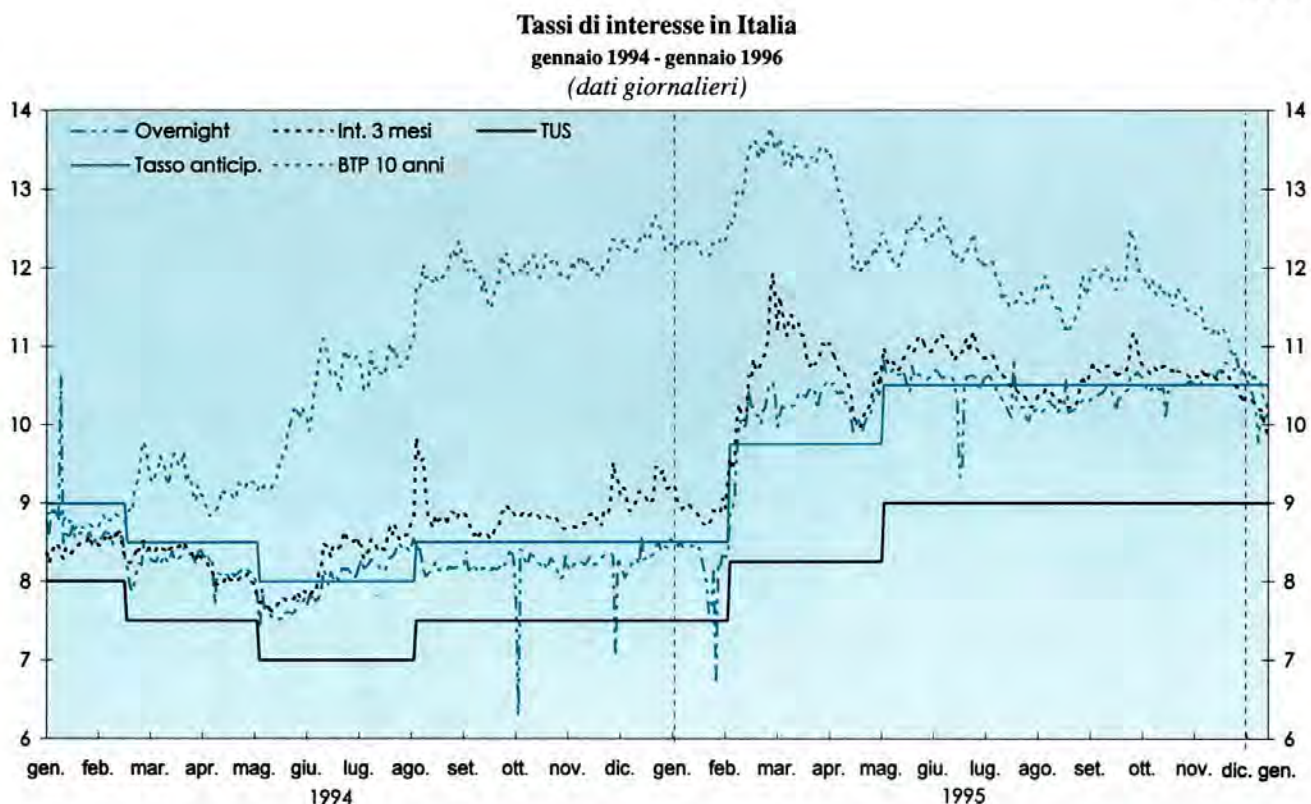
Nel corso del 1995 il tasso ufficiale di sconto è stato aumentato di 2 punti percentuali rispetto al va-

lore minimo raggiunto a metà 1994, quello sulle anticipazioni di 2,5 punti.

Alla fine del 1994 la curva dei rendimenti sul mercato si presentava ripidamente ascendente, con un divario di 3 punti percentuali tra i tassi a brevissima scadenza e i rendimenti dei titoli decennali. Al progressivo restringimento delle condizioni monetarie ha fatto riscontro, dapprima, una stabilizzazione dei tassi a lungo termine; in seguito, da maggio, dopo l'ultimo aumento dei tassi ufficiali, un continuo declino dei rendimenti a lungo termine. Attualmente la curva dei rendimenti risulta sostanzialmente piatta, riflettendo un miglior controllo delle aspettative d'inflazione; il rendimento dei titoli decennali è tornato, dopo due anni, al di sotto del tasso sulle anticipazioni (fig. 4).

In tutto l'anno 1995 i tassi sul mercato monetario sono stati sempre in prossimità o al di sopra del tasso sulle anticipazioni a scadenza fissa, risentendo del razionamento della base monetaria.

Fig. 4



Tra la fine del 1994 e quella del 1995 il tasso di sviluppo del prodotto interno lordo in termini nominali è stato dell'8,5 per cento. Nello stesso intervallo la base monetaria è cresciuta dell'1,2 per cento e la massa monetaria di circa il 2; i finanziamenti al settore non statale sono aumentati del 2,7 per cento; le attività finanziarie complessive del 5,3.

La consistenza dei titoli posseduti dai privati, famiglie e imprese, è aumentata di oltre il 6 per cento; le nuove emissioni sono state assorbite senza difficoltà dal mercato, con tassi di rendimento in diminuzione nella media dell'anno.

4. Il mercato globale e la lira

In Italia, il grado di finanziarizzazione dell'economia è inferiore a quello degli altri grandi paesi industriali, ad eccezione della Germania. È elevato il peso del debito pubblico, ma è particolarmente limi-

tato l'indebitamento delle famiglie; siffatta struttura espone gli intermediari finanziari a minori rischi d'instabilità.

In tutti i paesi il rapporto tra la consistenza dei titoli obbligazionari, pubblici e privati, e il reddito nazionale è crescente, con riflessi negativi sui tassi a lungo termine.

In regime di libera circolazione dei capitali anche a breve termine, la crescita del grado di finanziarizzazione dell'economia conduce tendenzialmente a un aumento della quota di attività finanziarie sull'estero.

In confronto con gli altri grandi paesi, il processo di apertura verso l'estero dell'Italia non appare ancora completato. Il livello delle passività e quello delle attività sono destinati ad accrescersi ulteriormente. Dato l'andamento favorevole delle partite correnti della bilancia dei pagamenti, la posizione patrimoniale netta dovrebbe tornare in equilibrio nei prossimi due o tre anni. Queste tendenze rappresentano una occasione per l'ampliamento dello spazio offerto

all'intermediazione, che gli operatori qui riuniti saranno in condizione di cogliere.

In ogni paese, l'aumento delle attività finanziarie nei confronti del resto del mondo e quello, parallelo, dei flussi provenienti dall'estero sono, al tempo stesso, effetto e canale di alimentazione dello sviluppo del mercato finanziario mondiale.

Sulla correlazione crescente dei rendimenti obbligazionari e sulla propagazione degli impulsi espansivi e restrittivi provenienti dai più importanti centri finanziari, in primo luogo dagli Stati Uniti, ci siamo soffermati a lungo nella relazione svolta al vostro Congresso lo scorso anno.

In proporzione al prodotto interno lordo, la quantità di moneta risulta in Italia allineata rispetto agli altri grandi paesi industriali; fa eccezione il Giap-
 po-

ne, che presenta valori strutturalmente più alti. In tutti i paesi, dalla fine degli anni ottanta, il rapporto tra moneta e reddito nazionale appare sostanzialmente stabile; fa eccezione ancora il Giappone dove sono evidenti i segni di una progressiva deflazione.

I depositi bancari *cross-border*, per la maggior parte stiliati in valute di riserva, sono aumentati molto rapidamente durante la seconda metà degli anni ottanta. Essi sono tornati a crescere nel 1994, per poi accelerare sensibilmente la loro dinamica nei primi mesi del 1995, in relazione agli sconvolgimenti valutari di quel periodo. Nel giugno 1995 la loro consistenza era pari a 7.900 miliardi di dollari. La quota denominata in valute non di riserva, caratterizzata da un *trend* crescente, ha registrato un repentino innalzamento (tav. 3).

Tav. 3

Posizioni *cross-border* e in valuta estera delle banche dichiaranti alla BRI
 (consistenze di fine periodo; miliardi di dollari USA)

VOCI	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995 Giugno
1. Attività <i>cross-border</i> complessive	2.574,3	3.277,5	4.207,9	4.520,4	5.355,3	6.271,8	6.250,6	6.236,3	6.513,5	7.110,9	7.983,3
1.1. Attività <i>cross-border</i> nei paesi industriali	1.994,4	2.567,3	3.278,0	3.474,7	4.116,8	4.826,6	4.765,3	4.762,8	5.027,7	5.431,8	6.151,5
2. Attività in valuta estera sull'interno	562,8	753,7	979,5	1.019,8	1.142,6	1.305,8	1.302,5	1.220,3	1.224,5	1.275,3	1.352,5
3. Totale (1.1 + 2)	2.557,2	3.321,0	4.257,5	4.494,5	5.259,4	6.132,4	6.067,8	5.983,1	6.252,2	6.707,1	7.504,0
3.1. di cui: <i>denominate in valute non di riserva (1)</i> (% sul totale)	18,4	20,0	21,3	20,4	21,4	24,6	27,4	27,0	28,2	28,3	30,1
4. Passività <i>cross-border</i> complessive	2.537,7	3.234,9	4.229,5	4.615,8	5.476,5	6.439,9	6.423,1	6.293,2	6.269,1	7.150,2	7.891,2
4.1. Passività <i>cross-border</i>	1.984,7	2.567,0	3.351,7	3.654,6	4.306,4	5.060,0	4.969,5	4.859,2	4.836,3	5.513,8	6.099,2
5. Passività in valuta estera sull'interno	477,1	622,2	787,8	797,2	911,8	1.062,5	1.054,4	1.040,4	1.116,9	1.249,0	1.340,7
6. Totale (4.1 + 5)	2.461,8	3.189,2	4.139,5	4.451,8	5.218,2	6.122,5	6.023,9	5.899,6	5.953,2	6.762,8	7.439,9
6.1. di cui: <i>denominate in valute non di riserva (1)</i> (% sul totale)	17,5	19,2	21,1	21,1	22,2	26,9	30,4	29,3	29,7	30,3	32,6

Fonte: Banca dei regolamenti internazionali.

(1) Per valute di riserva si intendono il dollaro USA, il marco tedesco e lo yen.

Anche i depositi *cross-border* detenuti da operatori diversi dalle banche sono cresciuti in misura rilevante; nel giugno 1995 erano pari a circa il 14 per cento della massa monetaria interna e al 10 per cento del prodotto interno lordo dei principali paesi industriali.

L'espansione dei depositi *cross-border* comporta una progressiva riduzione del grado di controllo delle autorità nazionali sulla quantità complessiva di moneta espressa nella valuta di competenza. Ma lo sviluppo dei mercati e le maggiori opportunità offerte agli operatori possono contribuire alla stabilità delle stesse valute.

Le eurolire sono passate da 70 miliardi di dollari nel 1990 a oltre 200 a giugno 1995, dall'1,1 al 2,8 per cento di tutta la massa dei depositi internazionali. Es-

se sono per due terzi costituite da depositi interbancari e rappresentano quasi un terzo della massa monetaria italiana (tav. 4).

Sebbene le consistenze siano ancora relativamente limitate, risultano in notevole espansione i flussi di emissioni di euroobbligazioni in lire.

Parallelamente allo sviluppo del mercato delle eurolire e delle euroobbligazioni sono aumentati considerevolmente gli investimenti provenienti dall'estero in titoli obbligazionari, pubblici e privati, denominati in lire. Attualmente la loro consistenza ammonta al 9 per cento del mercato italiano e al 10 per cento del prodotto interno lordo. Sono rimasti relativamente modesti gli investimenti esteri in azioni italiane, come riflesso essenzialmente del limitato sviluppo del nostro mercato.

Tav. 4

Internazionalizzazione della lira
(consistenze di fine periodo; miliardi di dollari USA)

VOCI	1990	1991	1992	1993	1994	1995 Giugno
Posizioni in lire delle banche dei paesi industriali dichiaranti alla BRI						
Attività nei confronti di non residenti in Italia	80,2	110,2	99,9	175,3	195,7	214,2
(in % del totale delle posizioni cross-border e in valuta sull'interno)	1,31	1,84	1,69	2,84	2,96	2,89
di cui: verso non banche	27,4	42,0	39,0	66,3	71,2	69,7
Passività nei confronti di non residenti in Italia	68,5	104,1	96,1	133,2	180,3	206,0
(in % del totale delle posizioni cross-border e in valuta sull'interno)	1,12	1,75	1,65	2,27	2,71	2,81
di cui: verso non banche	22,5	24,6	22,3	26,4	37,2	39,3
Titoli internazionali in lire						
Emissioni di euroobbligazioni (flussi)	5,4	9,0	7,7	11,5	17,0	(1) 9,5
(in % del totale delle emissioni sull'euromercato)	3,00	3,49	2,79	2,91	4,61	3,41
Consistenza delle euroobbligazioni	14,5	24,4	24,1	27,4	38,8	(1) 42,7
(in % del totale delle euroobbligazioni)	0,98	1,48	1,44	1,53	1,90	1,94
Titoli obbligazionari interni in lire detenuti da non residenti (2)						
Consistenze	28,7	40,8	45,1	74,8	101,6	(1) 113,0
(in % del totale dei titoli obbligazionari interni in lire)	2,8	3,5	4,5	7,7	8,6	9,0

Fonte: Banca dei regolamenti internazionali, OCSE e Banca d'Italia.

(1) I dati si riferiscono a settembre. - (2) Dati parzialmente stimati.

5. La tassazione delle rendite finanziarie e il risparmio gestito

Il sistema di tassazione dei nostri attivi e passivi finanziari si presenta per più aspetti distortivo sia per quanto riguarda l'impiego del risparmio all'interno, sia con riferimento all'esportazione di capitali.

Il trattamento dei capitali italiani investiti sui mercati esteri si rivela più favorevole, soprattutto di fatto, in confronto a quello cui sono assoggettate le operazioni effettuate in Italia.

Anche in confronto con gli altri paesi dell'Unione europea, il finanziamento da debito risulta privilegiato rispetto alla raccolta di capitale di rischio; l'imposizione fiscale sui frutti delle attività finanziarie è, in media, più elevata. La carenza di efficienti sistemi di controllo incrociato rende difficoltosa l'imposizione sui frutti degli investimenti all'estero.

L'impegno solenne a suo tempo assunto dai Governi, in occasione del varo della Direttiva europea sulla piena libertà di circolazione dei capitali, di procedere all'armonizzazione delle aliquote e dei sistemi di fiscalità sulle rendite finanziarie non è andato finora oltre proposte di Direttiva, sulle quali non si è raggiunto alcun accordo.

Se il trattamento fiscale è distortivo, una libera circolazione di capitali finanziari e monetari non può condurre a una distribuzione ottimale del risparmio a livello internazionale.

L'assenza di un sistema più razionale di tassazione dei flussi finanziari è già causa di distorsioni all'interno del Paese. Negli anni scorsi, per i casi più gravi, sono stati introdotti alcuni rimedi. Sembra ora giunto il momento di affrontare il problema con una visione di assieme, in particolare in Europa, che tenga conto della situazione creatasi con la libera circolazione dei capitali e con la conseguente espansione dei flussi finanziari internazionali.

Al fine di limitare forme di concorrenza impropria tra sistemi basati su privilegi fiscali, nel porre mano alla riforma del sistema italiano, occorre avere riguardo a quelli in vigore negli altri paesi.

La revisione della tassazione dei flussi finanziari richiederà probabilmente anche la modifica del trattamento dei redditi di impresa; questo attualmente presenta in Italia aliquote elevate, ma ampie possibilità di deduzioni e di elusioni. La mancata armonizzazione del sistema di tassazione dei redditi di impresa in ambito europeo è un'altra grave forma di distorsione, in particolare nella localizzazione delle attività produttive.

La gestione del risparmio finanziario a opera di banche e intermediari finanziari è in Italia poco sviluppata.

Pur con qualche aumento rispetto agli anni precedenti, nel 1994 in Italia il risparmio gestito da organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari, fondi pensione, gestioni patrimoniali, assicurazioni sulla vita era ancora il 16 per cento delle attività finanziarie delle famiglie. Negli altri grandi paesi industriali, anche non considerando le gestioni patrimoniali, le percentuali variano dal 35 per cento circa in Francia, Germania e Stati Uniti, fino al 50 per cento nel Regno Unito.

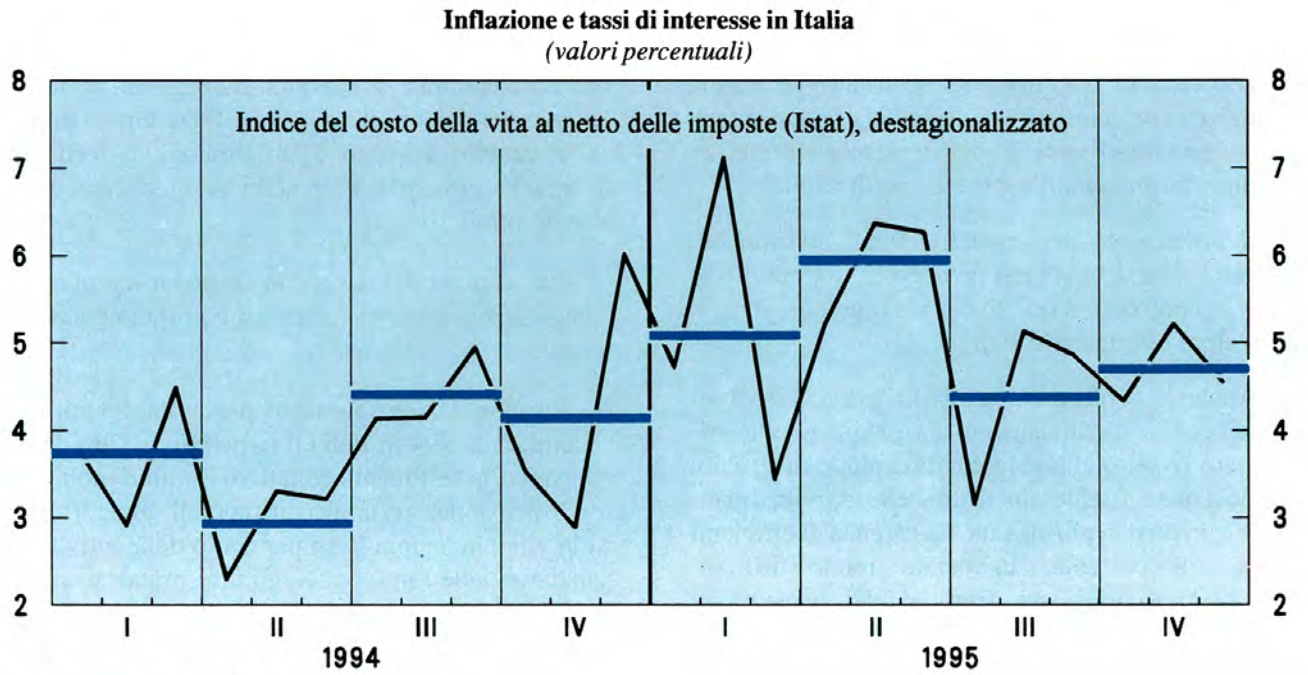
In altra sede abbiamo già sottolineato lo scarso sviluppo di questo settore di attività, proprio in un paese, quale è l'Italia, ricco di risparmio, specialmente nel settore delle famiglie, ove l'esigenza di ricorrere a una intermediazione professionale è maggiore.

Abbiamo invitato il sistema bancario a muoversi con decisione verso tale attività, in primo luogo attraverso i necessari investimenti in risorse e capitale umano.

La debolezza del nostro sistema finanziario, in questo settore, lascia come conseguenza aperto il campo a una canalizzazione degli investimenti verso l'estero.

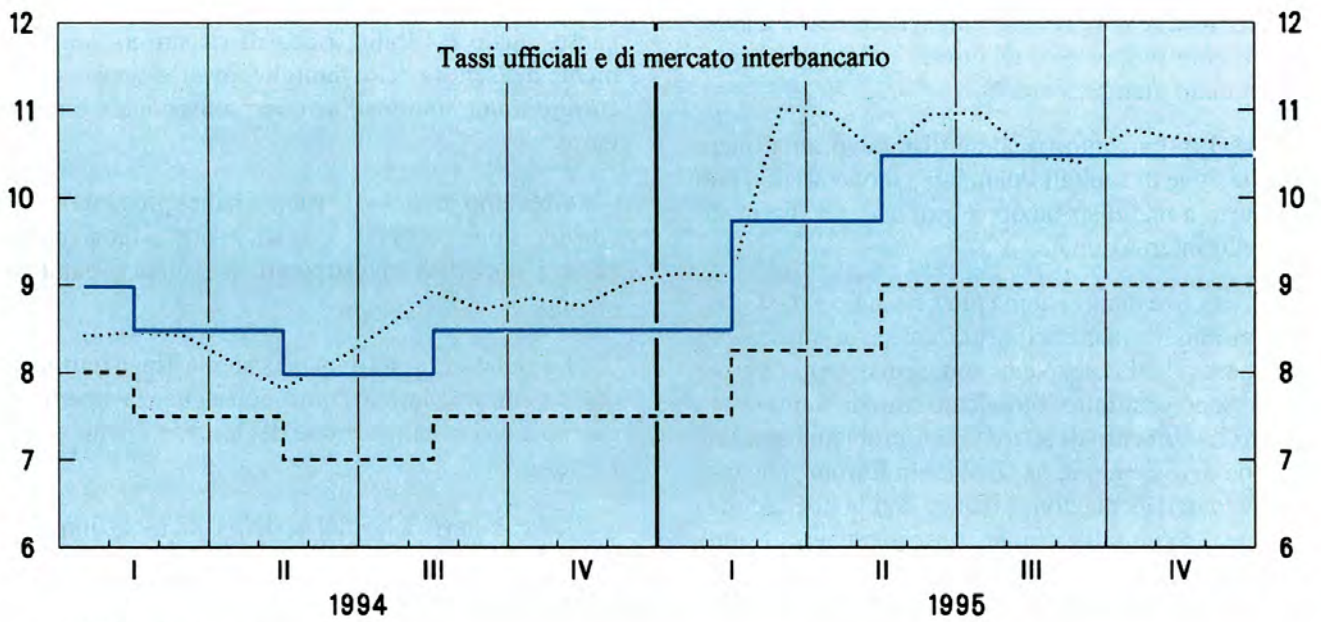
Le caratteristiche del sistema di tassazione, la mancanza di un'armonizzazione dei trattamenti fiscali nei vari paesi, l'insufficiente cooperazione fra le amministrazioni finanziarie, le limitate dimensioni del nostro mercato dei capitali privati non sono prive di effetti negativi sul cambio della lira e sul livello dei tassi d'interesse.

Fig. 5



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

— Tasso di crescita nel corso del trimestre, annualizzato.
— Tasso di crescita mensile annualizzato.



Fonte: Banca d'Italia.

----- Tasso ufficiale di sconto.
— Tasso su anticipazioni a scadenza fissa.
..... Tasso medio interbancario su depositi a 3 mesi.

6. Conclusioni

Signori Presidenti dell'ATIC, dell'ASSOBAT, dell'AIOTE, del FOREX; Signori Operatori del mercato dei cambi, del mercato finanziario, del mercato monetario,

attraverso la vostra attività influite sugli esiti degli investimenti; orientate le scelte di milioni di cittadini nell'impiego del risparmio, risorsa fondamentale dalla quale dipendono la ricchezza delle nazioni, la prosperità e lo sviluppo delle economie.

Punto di riferimento ultimo della vostra azione rimane il valore di ogni moneta, in termini di beni e servizi.

Il livello dei prezzi è regolato dalla politica monetaria, su di esso si riflettono l'efficienza e le prospettive del sistema economico, le politiche fiscali e di bilancio. Nel presente contesto di monete puramente fiduciarie, alla conservazione nel tempo del loro valore contribuisce in misura essenziale il consenso delle parti sociali.

La crescita del reddito in Italia è particolarmente elevata. Vi è stata una ricomposizione favorevole della domanda globale. La bilancia dei pagamenti correnti presenta un *surplus* prossimo al 2 per cento del prodotto interno lordo, che si aggiunge ai buoni risultati conseguiti negli anni precedenti. L'attivo continuerà nel 1996.

Nonostante ciò i mercati valutari e finanziari italiani sono stati coinvolti nella crisi del sistema internazionale dei cambi dei primi mesi dello scorso anno, riflettendo valutazioni non positive dei mercati sui rapporti politici e istituzionali, sulle prospettive di risanamento della finanza pubblica, sull'andamento dell'inflazione.

La percezione di una maggiore stabilità nell'azione di governo, la manovra correttiva di finanza pubblica, la riforma del sistema pensionistico, il progressivo irrigidimento delle condizioni monetarie hanno permesso, da maggio, l'avvio di una fase di recupero sia del cambio, sia dei corsi dei titoli pubblici.

Preoccupante è stato l'andamento dell'inflazione nella prima metà del 1995.

In relazione alla forte accelerazione produttiva e all'indebolimento del cambio, l'aumento dei prezzi, al netto degli effetti immediati dell'inasprimento dell'imposizione indiretta, dal 4 per cento annuo negli ultimi tre mesi del 1994 saliva al 5 per cento nel corso dei primi tre mesi del 1995.

Tali sviluppi ci inducevano, in febbraio, a un aumento del tasso ufficiale di sconto di 75 punti base e di quello sulle anticipazioni di 125 punti.

All'ulteriore innalzamento dell'inflazione registrato nel corso del secondo trimestre, reagimmo, a fine maggio, con un nuovo rialzo, di 75 punti base, dei tassi ufficiali. Insieme agli effetti di contenimento della domanda interna derivanti dall'azione fiscale, la restrizione monetaria ha contribuito a raffreddare le aspettative d'inflazione. Grazie anche al superamento della crisi del cambio, l'aumento dei prezzi, nel corso del terzo trimestre, è risultato sensibilmente più moderato, discendendo, su base annua, al di sotto del 4,5 per cento (fig. 5).

Nel corso del quarto trimestre, le aspettative di ulteriore calo dell'inflazione sono andate deluse.

Il deterioramento del potere d'acquisto della lira sul mercato interno è connesso in misura rilevante con l'ulteriore accrescimento dei margini di profitto, favorito dal cambio deprezzato e dalla sostenuta espansione della domanda globale.

Lo squilibrio tra remunerazione del lavoro e costo della vita ha frenato i consumi; qualora persistesse e non fosse ancora compensato da aumenti degli investimenti, inciderebbe negativamente sullo sviluppo e sull'occupazione.

Sarebbe un grave errore ricercare la correzione delle modifiche nella distribuzione dei redditi degli ultimi due anni attraverso un'accelerazione dei redditi da lavoro. Si riaccenderebbe l'inflazione, si ridurrebbe la competitività, si frenerebbe, ugualmente, lo sviluppo produttivo.

L'impegno di tutte le parti sociali deve essere volto a conseguire l'obiettivo, che appare non difficoltoso, ma tutt'altro che scontato, di una discesa dell'inflazione al di sotto del 4 per cento, verso il 3,5 nella media dell'anno.

È necessario che l'evoluzione dei redditi da lavoro sia coerente con tale obiettivo. Per non vanificare l'effetto sull'inflazione, sullo sviluppo, sull'occupazione del contenimento del costo del lavoro occorre che anche l'andamento degli altri redditi, in primo luogo dei margini di profitto, e quello del complesso dei prezzi amministrati risultino coerenti con la finalità di abbattere l'inflazione.

L'aumento medio dei prezzi, nelle altre grandi economie industriali, attualmente è dell'ordine del 2 per cento.

Nelle ultime settimane, il cambio della lira e il corso dei titoli di Stato hanno notevolmente beneficiato del raggiungimento degli obiettivi fissati per i conti pubblici del 1995 e dell'approvazione, entro i termini stabiliti, della legge finanziaria per il 1996.

Nello scorso mese di ottobre, chiamati a riferire davanti alle Commissioni Bilancio della Camera e del Senato, abbiamo sottoposto a vaglio critico la manovra di bilancio, ai fini della correzione programmata.

La necessità di una manovra aggiuntiva nella prima metà di quest'anno permane, anche alla luce di una possibile lievitazione di alcune spese rispetto alle previsioni; in particolare, dei finanziamenti all'INPS in relazione all'applicazione delle note sentenze della Corte Costituzionale in materia pensionistica.

Perché la discesa dei tassi d'interesse continui con decisione è necessario mirare a condurre, con

ampio margine di sicurezza, il fabbisogno del Tesoro al di sotto dell'annunciato limite di 110 mila miliardi. La norma opportunamente inserita con l'articolo 3, comma 242, della legge di accompagnamento della Finanziaria prevede che la stima del fabbisogno riportata nella Relazione trimestrale di cassa di fine febbraio costituisca la base per definire l'entità dell'eventuale correzione, da attuare entro il 15 maggio.

La manovra verrebbe attuata in una fase congiunturale dell'economia ancora favorevole.

La politica monetaria rimane ferma sull'obiettivo di portare l'inflazione al di sotto del 4 per cento nella media del 1996, mirando a una ulteriore decelerazione negli anni successivi.

I tassi a breve termine risponderanno all'effettivo andamento dell'inflazione.

Siamo certi che l'azione di risanamento dei conti pubblici, già efficacemente avviata nel corso degli anni precedenti e che nel 1995 ha ottenuto risultati importanti, continuerà nel 1996. La riacquisita piena fiducia degli operatori interni ed esteri favorirà la riduzione del costo del debito e il riequilibrio dei conti pubblici.

Riteniamo che il comportamento delle parti sociali e le politiche di prezzo delle imprese nel settore industriale e nel settore terziario saranno coerenti con la finalità di condurre l'inflazione verso quella che osserviamo negli altri grandi paesi industriali.

Il ruolo del sistema bancario nel risanamento finanziario delle imprese

*Intervento del dr. Vincenzo Desario, Direttore Generale della Banca d'Italia,
al Convegno "Il Sud si interroga: legalità, impresa, strumenti finanziari"*

Centro studi di diritto della banca e dell'economia - Scuola bancaria del Mezzogiorno "D. Menichella"

Foggia, 28 ottobre 1995

1. Premessa

Ho accettato con piacere e con interesse l'invito a tenere una conversazione sul ruolo del sistema bancario nel risanamento finanziario delle imprese.

È motivo di compiacimento che il tema mi sia stato proposto da organismi che trovano sede in una città, Foggia, alla quale mi legano le mie prime esperienze di lavoro in Banca d'Italia.

Questa città ha il merito di aver istituito e di ospitare la Scuola bancaria del Mezzogiorno intitolata a Donato Menichella, che ebbe una parte di primo piano nel predisporre gli strumenti necessari per il superamento della crisi degli anni trenta: con l'originale formula dell'IRI, con la definizione della Legge bancaria, con l'interpretazione e l'attuazione della legge stessa nei dodici anni del suo Governatorato, dal 1948 al 1960.

Il modello si rivelò efficace nel sostenere lo straordinario sviluppo del Paese, nell'assicurare la stabilità del sistema bancario, nel proteggere e favorire la formazione del risparmio monetario.

* * *

A più di due anni dall'inversione del ciclo economico, la ripresa appare considerevole e in via di consolidamento.

Gli effetti della crisi produttiva dei primi anni novanta continuano tuttavia a manifestarsi: la disoccupazione è ancora molto elevata; le condizioni economiche del Mezzogiorno stentano a migliorare; molte aziende non hanno ancora recuperato soddisfacenti

assetto finanziario. Nell'ultimo biennio il numero dei fallimenti è aumentato; l'incidenza delle sofferenze bancarie sul complesso degli impieghi ha raggiunto quest'anno un picco storico.

Le necessità di risanamento della finanza pubblica, i vincoli imposti dall'appartenenza alla Comunità europea non autorizzano il ricorso a forme di sostegno generalizzato a carico del bilancio dello Stato. Sono forme suscettibili di produrre effetti distorsivi sull'allocazione delle risorse; di consentire la sopravvivenza di imprese prive di prospettive di crescita e di reddito; di impedire l'affermarsi di una cultura di impresa; di condizionare il libero giuoco della concorrenza.

Anche in virtù dell'evoluzione della regolamentazione finanziaria e creditizia, sono maturati i presupposti per un diverso rapporto delle imprese con i mercati e gli intermediari.

È con essi che gli imprenditori devono confrontarsi.

Una relazione più trasparente tra i diversi soggetti, prenditori e datori di fondi, è condizione necessaria per una valutazione approfondita e selettiva dei progetti di investimento; per una composizione equilibrata delle passività aziendali; per una più consapevole ripartizione dei rischi fra azionisti, investitori, intermediari finanziari e creditizi.

L'efficiente e completa fruizione di "servizi per la crescita" postula che l'imprenditore manifesti piena disponibilità nel fornire a mercati e operatori puntuali informazioni sulle prospettive dell'impresa in termini strategici, organizzativi, patrimoniali e finanziari; sollecita la scelta di un intermediario di riferimento con il quale instaurare e mantenere un solido

rapporto fiduciario, capace di rendere lo stesso intermediario più partecipe delle sorti dell'impresa e di evitare il possibile razionamento del credito nei momenti di crisi; presuppone la necessità di assumere atteggiamenti collaborativi per risolvere oggi e per prevenire possibili, future situazioni di difficoltà.

Il ruolo delle banche rimane fondamentale. La recente riforma dell'ordinamento creditizio – con il pieno riconoscimento della loro natura di impresa operante in un contesto di concorrenza regolata e con l'affermarsi del modello di banca universale – offre l'opportunità di fornire un'assistenza finanziaria globale, meno episodica, non più limitata alla tradizionale concessione del credito a breve ma estesa alla finanza di impresa, alla consulenza anche nella riallocazione proprietaria, alla prestazione di prodotti e servizi innovativi, fino all'acquisizione di partecipazioni nel capitale entro i rigorosi limiti normativamente fissati. Si accresce in tal modo la possibilità di migliorare la qualità dei flussi informativi, la capacità di impedire che temporanee difficoltà finanziarie si trasformino in crisi irreversibili.

Le condizioni attuali dell'economia e del sistema produttivo costituiscono per le banche una sfida; al tempo stesso consentono una verifica della loro capacità di assumere un ruolo nuovo e più dinamico, in grado di individuare le esigenze, manifeste e potenziali, della clientela modulando su di esse strumenti e forme di intervento.

L'attenzione rivolta dall'ordinamento creditizio alla sana e prudente gestione impone che i rapporti delle banche con le imprese, i mercati, le famiglie siano sempre più ispirati ai principi dell'etica negli affari, della deontologia professionale, della trasparenza, della legalità, della correttezza competitiva.

Spettano al personale bancario il compito e la responsabilità di stabilire saldi rapporti fiduciari con il pubblico; di accompagnare le imprese meritevoli nel loro percorso di crescita; di adottare una metodologia d'analisi del merito di credito attenta e selettiva, estendendola agli aspetti della onorabilità e della liceità operativa dei diversi soggetti, allo scopo di non dare sostegno ad attività illegali che, al di là dei profili giudiziari, ostacolano l'affermarsi di valide e sane

iniziative, innescando un processo di grave deterioramento nell'assetto economico e sociale del Paese.

La professione del banchiere è oggi più difficile che in passato; ancor più difficile lo è in momenti, come l'attuale, in cui le imprese, in particolare quelle meridionali, presentano forti tensioni finanziarie.

2. Le caratteristiche della ripresa produttiva in Italia

Mentre il Mezzogiorno si trova ancora alle prese con i postumi di una crisi economica che ha significativamente indebolito il tessuto produttivo di vaste aree innalzandone il disagio sociale, nel resto del Paese la ripresa, da tempo avviata, si è progressivamente consolidata.

Nel primo semestre di quest'anno l'espansione delle esportazioni ha contrastato il rallentamento della domanda interna. Il saldo attivo degli scambi correnti con il resto del mondo è ancora migliorato, di circa 8.000 miliardi rispetto all'analogo periodo dell'anno precedente. L'occupazione manifesta timidi segnali di crescita dopo tre anni di contrazione; gli indicatori sull'evoluzione del lavoro straordinario e sulla Cassa integrazione guadagni fanno presagire che una maggiore crescita della produzione potrà comportare un allargamento della base occupazionale.

La ripresa è stata sinora trainata dal forte recupero di competitività internazionale, che ha reso possibile l'accumulo di crescenti avanzi commerciali e di bilancia turistica. Risultati particolarmente positivi hanno conseguito i settori manifatturieri tipici della vocazione industriale italiana (metalmecanica e industria leggera); hanno beneficiato dell'impulso determinato dalla domanda estera soprattutto le aree del Nord-Est, caratterizzate da un maggiore orientamento verso gli scambi internazionali.

Le aspettative di consolidamento dei livelli di domanda aggregata si sono rafforzate. Esigenze di ricostituzione delle scorte, tensioni diffuse sulla capacità produttiva, aumento dell'autofinanziamento hanno innescato la ripresa degli investimenti. Gli acquisti di macchine e attrezzature hanno raggiunto

tassi di crescita che, nel primo semestre dell'anno in corso, si sono commisurati a oltre il 10 per cento; è continuato l'incremento delle esportazioni nette.

Alla particolare vivacità della domanda estera e degli investimenti a più alto contenuto tecnologico si è finora contrapposto il modesto contributo dei consumi delle famiglie, determinante in precedenti fasi di ripresa ciclica. Negativo è stato l'apporto del comparto edilizio e della domanda pubblica, condizionata anche dalle misure di risanamento finanziario dello Stato.

Il recente incremento dell'attività produttiva presenta caratteristiche virtuose. La dinamica positiva degli investimenti e delle esportazioni, congiunta con la debole evoluzione dei consumi pubblici e privati, favorisce una crescita non inflazionistica del reddito; costituisce la necessaria premessa per una decisa e duratura correzione del sentiero involutivo, non sostenibile, seguito negli anni di disavanzi crescenti e di rincorsa fra prezzi e salari.

Una ripresa economica, guidata dall'ampliamento della capacità produttiva, pone le basi per un aumento dell'occupazione e quindi degli stessi consumi, con effetti ridotti sull'inflazione.

Le modalità della fase espansiva del ciclo sono state tuttavia fonte di ampliamento del divario fra il Sud e il resto del Paese. Nel Meridione hanno maggior peso i comparti dell'edilizia e dell'agricoltura, più colpiti dalla recessione e meno partecipi della ripresa rispetto a quelli manifatturieri rivolti alla produzione di beni d'investimento e di esportazione.

Ad accrescere le differenziazioni hanno contribuito i diversi andamenti dell'offerta di lavoro, che al Sud tendono ad acuire i problemi occupazionali, e gli effetti, temporaneamente negativi, del processo di ridefinizione di obiettivi e strumenti della politica di sviluppo regionale.

I tassi ufficiali di disoccupazione, prossimi a livelli frizionali nelle regioni settentrionali, sono invece superiori al 20 per cento nel Meridione, dove il numero degli occupati è del 10 per cento inferiore a quello di quattro anni fa. Ai conseguenti costi economici si aggiungono i rischi di emarginazione sociale insiti nella mancanza prolungata di un impegno lavorativo, nelle deboli prospettive di trovarlo.

Sulla politica per lo sviluppo delle regioni meridionali hanno interagito gli insoddisfacenti risultati dell'intervento straordinario; le opportunità e i vincoli posti dall'appartenenza dell'Italia all'Unione europea; la problematica della redistribuzione delle decisioni di spesa e di entrata fra governo centrale ed enti locali.

Nelle sue grandi linee, la riforma degli ultimi tre anni ha accelerato l'attribuzione di compiti di programmazione degli interventi alle amministrazioni territoriali; ha inteso sopprimere gli aspetti assistenzialistici dell'iniziativa straordinaria.

L'intervento mira a responsabilizzare le forze sociali e le amministrazioni pubbliche locali; approccio che trova riscontro sul piano nazionale nella politica dei redditi e di risanamento delle finanze.

Sono previsti un maggior impegno su programmi orientati ad assicurare all'intero territorio nazionale una dotazione adeguata di infrastrutture produttive; la continuazione degli aiuti per la localizzazione di impianti industriali; l'abbandono progressivo delle politiche di protezione commerciale implicite nella concessione di sgravi contributivi.

La differente velocità di manifestazione degli effetti derivanti dalle linee di azione prescelte richiede che i soggetti che operano nel Mezzogiorno – lavoratori, imprenditori e collettività locali – assumano comportamenti rivolti ad accrescere la produttività aziendale, a ridurre i costi di produzione, a evitare un peggioramento competitivo delle imprese meridionali.

La riforma della politica regionale ha impiegato alcuni anni per maturare, provocando discontinuità nell'azione a favore del Mezzogiorno in coincidenza con il momento più acuto della recessione.

La crisi del settore delle costruzioni, nelle componenti dell'edilizia privata e, ancor più, delle opere pubbliche, che nel Sud rappresenta quasi la metà del potenziale produttivo dell'industria, ha assunto dimensioni rilevanti. L'agricoltura è stata duramente colpita da stagioni inclementi, anche nell'ultimo semestre; i grandi insediamenti industriali realizzati dalle *holdings* di Stato hanno subito incisive ristrutturazioni. Il tessuto delle imprese minori si è indebolito. Sono diminuite le opportunità di assorbimento della forza lavoro da parte del settore pubblico.

Emergono tuttavia anche segnali positivi: la ripresa si va estendendo al Sud; alcuni comparti dell'industria meridionale partecipano ora alla penetrazione dei mercati internazionali; l'occupazione manifesta sintomi di crescita.

3. La qualità del credito all'uscita dalla crisi economica

All'uscita dalle crisi economiche si verifica di norma un lungo effetto di trascinamento, costituito da diffuse situazioni di illiquidità aziendale, sovente come riflesso di serie difficoltà reddituali e patrimoniali.

La durezza dell'ultima recessione spiega la forte crescita delle procedure fallimentari e il peggioramento della qualità dei crediti delle banche.

Nell'ultimo biennio le dichiarazioni di fallimento sono aumentate del 22 per cento; la metà è localizzata nel Sud.

Nei tre anni appena trascorsi l'ammontare delle sofferenze è quasi raddoppiato; la loro incidenza sugli impieghi complessivi era pari alla fine del 1994 all'8 per cento, soglia superata a metà del corrente anno (8,5 per cento). Punte elevate si riscontrano nei settori delle imprese edili e delle famiglie produttrici. Nel Sud il rapporto sofferenze-impieghi è più che doppio (pari al 16 per cento) rispetto al resto del Paese. Solo nell'industria manifatturiera e nelle regioni nord-orientali, beneficiarie di una forte domanda estera, l'indicatore è in diminuzione.

Il miglioramento del sistema produttivo si è tradotto in una decelerazione del ritmo di crescita delle sofferenze: nel primo semestre del 1995 il tasso di incremento è stato pari al 7,5 per cento, rispetto al 12,5 e al 16,5 dei precedenti semestri del 1994.

Il fenomeno dei crediti difficilmente esigibili ha assunto dimensioni che inducono a interrogarsi sulla solidità intrinseca delle imprese, innanzitutto in termini di capitalizzazione; sulla capacità di selezione degli intermediari finanziari e sui loro comportamenti all'insorgere di difficoltà nella situazione dei soggetti finanziati.

4. Il rapporto banche-imprese-mercati

In presenza di crisi aziendali le possibilità concrete di intervento dipendono dal modello di relazioni esistente tra intermediari, imprese e mercati.

Nel convogliare verso il comparto produttivo risorse finanziarie, l'Europa continentale e il Giappone si connotano per il ruolo di centralità assunto dalle banche; il mondo anglosassone per il maggior rilievo dei mercati dei capitali. I due modelli rappresentano risposte diverse, storicamente motivate, al problema del finanziamento delle imprese medio-grandi.

Il sistema anglosassone si caratterizza per il maggior grado di diffusione della proprietà azionaria fra le famiglie, in via diretta o per il tramite degli investitori istituzionali; per una più netta separazione di ruoli tra *managers*, che esercitano il potere decisionale sulle strategie di impresa, e azionisti.

L'insoddisfazione sugli andamenti aziendali si manifesta attraverso la cessione sul mercato delle azioni possedute, il cui ribasso richiama scalate, anche ostili, che determinano l'avvicendamento degli amministratori.

È dunque il mercato a operare la selezione delle iniziative delle imprese; modesto è il ruolo esercitato dalle banche commerciali, mentre una funzione peculiare viene svolta dalle banche di investimento, in particolare attraverso la raccolta di capitale di rischio e di debito per le imprese e la temporanea assunzione di partecipazioni dirette. Fondamentali sono la regolamentazione dei mercati e dei soggetti, le forme di tutela degli azionisti di minoranza.

Nei paesi in cui prevale la centralità delle banche, le intense relazioni che si stabiliscono tra banche e imprese agevolano una diversa sorveglianza sull'attività degli amministratori attraverso l'utilizzo simultaneo dei rapporti di credito, di consulenza, di proprietà.

In particolare, il monitoraggio continuo, reso possibile dalla relazione speciale che si instaura, pone le banche nella condizione di svolgere un'importante funzione selettiva e segnaletica della solidità e delle prospettive reddituali dei soggetti finanziati; di stimolare la stessa crescita del mercato finanziario e l'ampliamento delle opportunità di capitalizzazione;

di contribuire ad attenuare la tendenza dei mercati, che, spesso, nel privilegiare profitti di breve periodo, amplificano i segnali di difficoltà temporanee delle imprese, mettendone a repentaglio la solvibilità.

L'Italia si colloca nella posizione peculiare di un sistema basato sulle banche, tuttavia sostanzialmente privo di una "banca di riferimento" con la quale intrattenere la maggior parte dei rapporti di credito e di debito.

La circostanza che il credito bancario abbia rappresentato la forma prevalente di sostegno finanziario alle imprese non ha determinato l'instaurarsi di rapporti privilegiati, modello tipico dei sistemi tedesco e giapponese.

I limiti della tutela giuridica degli azionisti di minoranza, la tradizionale ritrosia delle famiglie di imprenditori a quotarsi, la carenza di investitori istituzionali, il più favorevole trattamento fiscale riservato al capitale di debito, l'ampio rilievo assunto dal credito agevolato, la rilevante presenza pubblica nella proprietà delle banche e delle imprese non hanno favorito lo sviluppo di un efficiente mercato finanziario, tipico dei paesi anglosassoni.

La dipendenza dal credito bancario a breve e la maggior quota di prestiti indicizzati rendono più esposto il sistema imprenditoriale italiano alle oscillazioni congiunturali e agli inasprimenti del costo del denaro.

L'asimmetria dimensionale tra banche e prenditori, le finalità assicurative insite nella tendenza delle banche a frazionare il rischio hanno portato a una frammentazione dei rapporti bancari.

La pratica dei fidi multipli ha impedito l'eccessiva concentrazione del rischio; ha consentito di assicurare il credito a grandi gruppi industriali in misura non sostenibile da una sola istituzione bancaria anche se di grande dimensione.

Il fenomeno, per converso, ha determinato in molti casi un impoverimento qualitativo del rapporto banca-impresa; ha condotto a modalità di affidamento ispirate a comportamenti emulativi, così indebolendo la funzione selettiva e di controllo delle banche; ha ridotto l'acquisizione, costosa ma necessaria, delle informazioni utili per un compiuto scruti-

nio del merito di credito; ha compresso la capacità di gestire al meglio gli affidamenti concessi, attraverso una costante interpretazione dei flussi di credito e di debito riferibili ai conti dei soggetti sovvenuti; ha limitato la possibilità degli intermediari di conoscere il reale andamento, di percepirne per tempo i primi sintomi di difficoltà, di sollecitarli a intraprendere tempestive misure correttive.

Il permanere della prassi del pluri affidamento agevola atteggiamenti non trasparenti, attenua la propensione a instaurare salde relazioni fiduciarie, alimenta diffidenze reciproche, induce gli intermediari a fondare le concessioni di credito sull'acquisizione di valide e capienti garanzie reali, disincentiva lo sviluppo delle attività di consulenza.

La scarsa funzionalità del mercato finanziario nella riallocazione proprietaria e l'aspettativa dell'intervento pubblico nel salvataggio di imprese, specie se di grandi dimensioni, hanno contribuito per lungo tempo a rendere le banche meno attente alle problematiche della prevenzione; le loro decisioni sono sovente maturate quando le possibilità di ripristino di ordinarie condizioni operative risultavano molto esigue o già compromesse.

5. La gestione delle crisi di impresa

I problemi posti dalle crisi di impresa riguardano essenzialmente la corretta analisi dello stato di difficoltà, la valutazione della sua reversibilità, il ruolo dei creditori, la predisposizione di un piano di risanamento e il suo monitoraggio.

È interesse dell'economia che situazioni di difficoltà latenti o temporanee ed errori di conduzione aziendale vengano rapidamente posti all'attenzione del mercato e degli intermediari, perché questi possano assumere i provvedimenti necessari per il riequilibrio economico e finanziario delle imprese.

È interesse degli intermediari creditizi intervenire prima di essere costretti a constatare uno stato di palese insolvenza, a iniziare azioni esecutive, ad avviare procedure concorsuali e, ancor peggio, a intervenire in quelle già aperte da altri creditori.

Prevenire situazioni di crisi, riportare e mantenere le imprese in condizioni di equilibrio produttivo,

finanziario ed economico, offre alle banche la possibilità di contribuire al sostegno dello sviluppo economico, di trarne alimento per la propria crescita.

In questa direzione, il primo e più incisivo contributo che le banche possono e debbono fornire è rappresentato da modalità di scrutinio del merito di credito che diano rilievo alle prospettive di lungo periodo delle imprese e ai loro mezzi propri, stimolandone la ricapitalizzazione.

Le capacità selettive delle procedure di affidamento richiedono altresì una maggiore attenzione per gli aspetti qualitativi connessi con la proprietà, la gestione delle imprese, l'evoluzione dei mercati di fornitura e di sbocco, i cambiamenti del quadro macroeconomico.

Il manifestarsi di una delle recessioni più gravi del dopoguerra, che ha colpito il settore produttivo nei primi anni novanta, ha colto il sistema bancario nella fase di passaggio al nuovo ordinamento creditizio, definito con l'emanazione del Testo unico.

Si osserva ancora un atteggiamento in buona misura rivolto all'apprezzamento della capacità dei soggetti finanziati di assolvere, a scadenze ravvicinate, gli impegni assunti; meno orientato, nei casi di crisi, alla ricerca di soluzioni per la ristrutturazione finanziaria, per il trasferimento del controllo; maggiormente impegnato, specie nel novero delle banche meno esposte, a conseguire un rientro immediato e meno costoso.

Il numero elevato di controparti bancarie, solitamente coinvolto nelle vicende finanziarie delle imprese, ha determinato difficoltà di coordinamento; ha reso meno agevole l'individuazione di una banca o di un soggetto più direttamente interessato, capace di proporre un sostenibile piano di intervento, di verificare la corretta esecuzione nei suoi obiettivi intermedi e finali.

Una recente indagine sull'attività istruttoria per la concessione del credito mostra un'accresciuta sensibilità delle banche ai problemi posti dall'organizzazione e dalle metodologie di utilizzo delle informazioni.

Il confronto con le esperienze estere evidenzia la possibilità di un ulteriore affinamento nelle analisi

dei diversi settori economici; nell'esame delle relazioni di gruppo; nella valutazione delle potenzialità reddituali delle imprese.

6. L'inadeguatezza delle procedure concorsuali per la risoluzione delle crisi

Nel trattamento delle situazioni di crisi è fondamentale perseguire il mantenimento in attività delle imprese con prospettive di ripresa, per la salvaguardia dei loro valori e degli interessi sociali ad esse collegati.

È altrettanto fondamentale che la soluzione concretamente prescelta avvenga nella massima trasparenza, nel rispetto del diritto degli altri creditori e degli azionisti di minoranza a una tempestiva e compiuta informazione, per evitare ripercussioni sul mercato dei capitali, dopo aver analizzato ogni possibile soluzione alternativa.

Nel complesso, la vigente normativa concorsuale si è rivelata inadeguata a favorire il risanamento delle imprese, inducendo operatori e giuristi a ipotizzare una sua ridefinizione.

Un'indagine condotta dalla Banca d'Italia ha confermato che il recupero dei crediti in sede giudiziaria, in particolare nell'ambito dei fallimenti, richiede tempi lunghi, maggiori nelle regioni meridionali; comporta oneri e perdite notevoli. Queste circostanze sembrano aver alimentato la generale sfiducia nei confronti delle procedure concorsuali e la crescente preferenza per modelli alternativi, come gli accordi stragiudiziali di natura privatistica, nei quali le banche svolgono spesso un ruolo decisivo.

L'inadeguatezza delle regole pone tuttavia problemi di tutela dei diversi soggetti coinvolti.

In altri sistemi, l'osservazione che gli strumenti apprestati dall'ordinamento giuridico si sono rivelati poco flessibili, non sempre idonei a tutelare tutti gli interessi in giuoco, ha condotto all'autoregolamentazione di nuove procedure.

L'esperienza del sistema inglese ha portato alla predisposizione del *London approach*, metodologia di intervento alla quale le singole banche si impegnano ad aderire nei casi di rilevanti problemi finanziari

delle imprese. Il suo fine ultimo è quello di evitare che l'assenza di coordinamento delle iniziative, determinata da eterogenee e specifiche esigenze dei numerosi finanziatori, possa ripercuotersi sulla rapidità e sull'entità di recupero dei crediti erogati.

Da qualche tempo, si riscontra anche in Italia, in presenza di più saldi legami tra banca e industria, una maggiore disponibilità verso la ristrutturazione dell'esposizione creditizia delle imprese risanabili, ferma restando l'autonomia decisionale dei singoli intermediari.

È interesse del sistema creditizio delineare con precisione l'azione da svolgere, agevolare l'aggregazione del consenso attraverso la messa a disposizione del ceto creditorio delle informazioni disponibili, elaborare progetti tecnicamente realizzabili e condivisibili.

La rapidità di decisione per l'attivazione degli interventi programmati assume una rilevanza cruciale nella prospettiva di limitare la dispersione dei valori di impresa.

7. L'intervento delle banche nell'esperienza dell'ultimo ventennio

La pesante recessione che ha interessato l'inizio del decennio in corso richiama un altro periodo di forte turbolenza economica: la seconda metà degli anni settanta.

In quegli anni – pur vigendo la specializzazione temporale delle aziende di credito e il divieto per le banche di partecipare al capitale delle imprese – uno specifico provvedimento normativo (legge 787/78) consentì alle banche l'assunzione indiretta di partecipazioni e il consolidamento dei crediti vantati nei confronti delle imprese in temporanee difficoltà finanziarie.

L'intervento nel capitale doveva essere attuato per il tramite di società consortili, appositamente costituite dalle banche, finalizzate all'acquisizione e alla gestione delle partecipazioni nelle imprese interessate da piani di risanamento. La scelta consortile rispondeva all'esigenza sia di evitare commistioni

dirette tra banche e imprese sia di favorire il necessario concerto tra istituzioni creditizie.

L'iniziativa, caratterizzata dalla straordinarietà e temporaneità degli interventi, portò alla costituzione di quattro consorzi riguardanti soggetti di assoluto rilievo nel panorama produttivo del nostro paese. Furono autorizzate partecipazioni per circa 1.000 miliardi, pari al 4 per cento della dotazione patrimoniale del sistema bancario; di maggiori dimensioni risultarono le operazioni di consolidamento.

Nelle considerazioni finali relative all'anno 1977, il Governatore Baffi affermava: "Alla proposta di realizzare gli interventi delle istituzioni creditizie attraverso la formazione di società consortili per azioni sono state invece rivolte critiche ispirate dalla preoccupazione, che è anche nostra, di limitare gli interventi nella dimensione e di salvaguardarne la natura privatistica".

Soggiungeva: "Nel delineare possibili procedure di ristrutturazione finanziaria, l'anno scorso esprimemmo un preoccupato giudizio sulle conseguenze di eventuali consolidamenti forzosi di crediti bancari: tra esse annoverando il deterioramento dei rapporti tra banca e impresa, l'indebolimento delle banche, la riduzione del senso di responsabilità degli amministratori. L'esperienza recente dei consolidamenti di debiti di enti pubblici ci conferma in quel giudizio e nella convinzione che i danni di un'eventuale conversione di debiti privati potranno essere limitati soltanto dal rispetto, pur nella diversità delle circostanze, dei medesimi principi che allora indicammo per normali interventi di ristrutturazione finanziaria: l'effettivo risanamento economico e produttivo dell'impresa, la corretta ripartizione dei costi tra le parti coinvolte, la trasparenza delle operazioni, una chiara attribuzione di responsabilità".

Nel particolare momento attraversato dalla nostra struttura economica e produttiva le considerazioni testè riportate conservano per intero la loro validità.

Ne consegue che in via prioritaria compete alle banche esprimere il massimo impegno per una efficace soluzione delle difficili vicende che toccano il comparto industriale, muovendosi in una logica di mercato. Sono praticabili nei confronti di imprese risanabili forme di sostegno che, al netto degli oneri

connessi con la ristrutturazione, lasciano intravedere esiti economici superiori al valore di liquidazione.

Se si operasse diversamente, intervenendo cioè a favore di imprese prive di prospettive, si determinerebbe una inutile dispersione di risorse; si genererebbero ripercussioni negative non solo sulla reputazione degli intermediari che si assumono la responsabilità dell'iniziativa, ma anche sulle ragioni patrimoniali delle banche partecipanti e degli altri creditori, in misura più ampia che nel caso di immediato riconoscimento del relativo stato di insolvenza.

In questa linea si muove la procedura stabilita dalle vigenti istruzioni di vigilanza per i piani di ristrutturazione che prevedono a carico delle banche l'assunzione di partecipazioni nel capitale di imprese in crisi.

Viene richiesta la predisposizione – a opera di un soggetto qualificato – di un progetto capace di realizzare il ripristino di condizioni di equilibrio entro un quinquennio; la sua approvazione da parte di un'ampia maggioranza di creditori; la sua compatibilità con le regole di sana e prudente gestione delle banche.

Sono rimesse invece all'autonoma decisione degli intermediari le iniziative limitate alla sola ristrutturazione del debito.

Nel 1993 veniva stimato in circa 60.000 miliardi di lire l'ammontare dei crediti bancari potenzialmente assoggettabili a forme di ristrutturazione e di consolidamento.

Dall'entrata in vigore della specifica disciplina, a metà del 1993, sono stati sottoposti all'esame dell'Organo di vigilanza 14 piani di riassetto riguardanti crediti per quasi 29.000 miliardi con la previsione di conversione in capitale di rischio per oltre 4.500 miliardi (2,7 per cento circa dei fondi patrimoniali del sistema bancario al 31 dicembre 1994).

La pur breve esperienza maturata pone in evidenza come l'intervento delle banche nel capitale delle imprese da ristrutturare abbia comportato in genere il cambiamento dell'assetto proprietario e la sostituzione dei vertici aziendali con esponenti di fiducia della compagine dei creditori.

Si sono anche sperimentate, in un caso di rilievo, modalità di gestione della crisi, fondate sulla stretta

collaborazione tra creditori bancari e organi responsabili della procedura concorsuale, nel comune obiettivo di massimizzare il recupero dei crediti, di conservare i valori insiti nel mantenimento delle strutture produttive, che sarebbero andati dispersi in un'ottica liquidatoria.

Interventi pubblici sono previsti per il consolidamento delle esposizioni debitorie delle piccole e medie imprese. Le operazioni avviate a valere sui fondi stanziati dalla legge n.598/94 interessano crediti per complessivi 5.800 miliardi, di cui 800 nel Mezzogiorno.

È in via di definizione la procedura di attuazione degli interventi del Fondo di garanzia per il consolidamento dei debiti delle piccole e medie imprese meridionali e per nuovi apporti di capitale.

8. Note conclusive

La non favorevole congiuntura, la riduzione della presenza pubblica nell'economia, la tendenza a intraprendere procedure stragiudiziali esigono una riflessione da parte del sistema bancario circa le modalità più efficienti per la gestione delle crisi.

I presupposti per l'esercizio di questa attività risiedono nella disponibilità di informazioni adeguate sull'andamento aziendale, soprattutto nell'impegno a renderle patrimonio comune dei creditori, rinunciando a internalizzarne i relativi vantaggi.

Di fronte alla percezione di uno stato di difficoltà, alla singola banca si pone il problema di valutare costi e benefici delle sue scelte: più facilmente prevedibili nel caso di ricorso a processi liquidatori; più incerti, per complessità tecnica e organizzativa, nel caso in cui si percorra la via del risanamento e della ristrutturazione.

L'attenzione rivolta esclusivamente a benefici di breve periodo potrebbe spingere verso la prima opzione, a cui sembrano ispirarsi soprattutto le banche esposte per importi di ridotta entità.

Una valutazione obiettiva e completa delle potenzialità delle imprese sollecita invece adeguate misure di sostegno, in funzione anche dei vantaggi che alle banche possono derivare dal risanamento delle

stesse attraverso la continuazione di proficue relazioni di affari.

È opportuno che in questi casi le diverse componenti del sistema bancario assumano atteggiamenti cooperativi in grado di compensare eventuali rinunce a vantaggi immediati e individuali con i benefici derivanti da analoghi comportamenti degli altri intermediari.

Lo dimostra l'esperienza delle banche inglesi. Il codice di comportamento predisposto da quella associazione bancaria da una parte sollecita le imprese a segnalare tempestivamente alle banche creditrici situazioni di difficoltà, dall'altra impegna le stesse banche a collaborare nella ricerca e nell'attuazione di efficaci soluzioni.

L'attualità delle problematiche concernenti le crisi aziendali, l'esistenza di un interesse generale per la loro risoluzione hanno avviato anche nel nostro paese un dibattito volto all'individuazione di modalità atte a favorire l'attuazione di programmi di ristrutturazione e risanamento.

Il sistema bancario italiano ha le potenzialità per affrontare e risolvere i problemi suscitati dalle crisi aziendali. È essenziale la piena disponibilità di specifiche competenze in materia di finanza di impresa, acquisibili anche con il ricorso all'ausilio di professionalità esterne.

Obiettivi di stabilità del sistema creditizio e di sviluppo dell'economia nazionale impegnano la

Banca d'Italia nella rigorosa verifica delle attività che le banche, nella loro autonomia, pongono in essere nei confronti delle imprese, specie nella fase cruciale delle loro difficoltà finanziarie.

Le banche non hanno il compito di risolvere i problemi industriali, così come la Banca d'Italia non ha la responsabilità della politica industriale; spetta tuttavia alle banche dotarsi di adeguati strumenti per prevenire e risolvere quei problemi, contribuendovi con la definizione degli aspetti finanziari.

Alla Banca d'Italia spetta predisporre le condizioni regolamentari atte ad agevolare il corretto svolgimento di siffatte, complesse attività, lasciando agli intermediari assoluta libertà di scelta, vigilando affinché i connessi maggiori impegni non eccedano i necessari limiti di prudenza.

Credo che oggi sia preminente per il sistema avviare al proprio interno una ricerca sulle modalità di concertazione necessarie per realizzare il contemperamento dei diversi interessi in giuoco e un'efficace programmazione delle misure da adottare.

Esprimo l'auspicio che – nell'ambito delle associazioni bancarie – le riflessioni possano tradursi, nei tempi imposti dalle pressanti esigenze di riequilibrio finanziario delle imprese, in concrete modalità operative che impegnino le banche a condividere il patrimonio professionale e informativo, a coordinarsi nell'azione da svolgere, a individuare di volta in volta il soggetto in grado di assumere le responsabilità del progetto di risanamento.

Il gruppo bancario nell'ordinamento creditizio

Intervento del dr. Tommaso Padoa-Schioppa, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia

RIVISTA DELLE SOCIETÀ - Convegno internazionale di studi sui gruppi di società

Fondazione Cini - Venezia, 18 novembre 1995

I. Introduzione

1. In Italia la forma del gruppo è assai diffusa in tutti i campi della produzione e in tutte le classi dimensionali di impresa, ma solo nel comparto del credito ha avuto una organica sistemazione legislativa. Poiché ciò invita a cercare nell'ordinamento del gruppo bancario aspetti di rilievo generale, utili a chi si occupa dei gruppi di società operanti in altri settori, conviene sottolineare subito le diversità tra gruppo bancario e gruppo industriale.

2. L'attività bancaria è caratterizzata dalla simultanea presenza di passività liquide facilmente trasferibili (i depositi) e attività sostanzialmente non negoziabili il cui valore è difficilmente accertabile da osservatori esterni (i prestiti). La peculiarità di questa combinazione rende le banche vulnerabili a crisi improvvise, quando i depositanti temono per i loro depositi. Nel settore del credito il fattore fiducia assume perciò sia per l'imprenditore sia per il regolamentatore un valore vitale, superiore a quello che esso ha in ogni altro comparto del sistema economico, indipendentemente dal fatto che l'impresa sia organizzata in forma di gruppo o in forma multidivisionale.

3. Coerentemente con l'ordinamento comunitario, che integra la definizione di banca con un'ampia lista di attività ammesse al mutuo riconoscimento, il gruppo bancario viene definito dalla normativa italiana come l'insieme formato dalla banca (o dalla società finanziaria capogruppo) e dalle società bancarie, finanziarie e strumentali che, da questa controllate, operano in uno o più dei campi previsti dalla lista comunitaria. Resta fuori dal perimetro del grup-

po l'attività assicurativa, che pure appartiene al settore finanziario: vedremo più avanti i problemi posti dall'affermarsi nel mercato di aggregazioni fra imprese bancarie e imprese assicurative.

4. Questa relazione illustrerà innanzitutto la diffusione, la morfologia e l'evoluzione del gruppo bancario in Italia. Dal quadro fattuale risalirà poi alle motivazioni imprenditoriali alla base del prevalere della forma organizzativa del gruppo. Esporrà quindi le ragioni che hanno spinto il legislatore e le autorità creditizie a definire, per gradi e fino al completamento del Testo unico, l'attuale ordinamento del gruppo bancario. Delineerà infine i principali problemi che la Vigilanza creditizia incontra nel controllo dei gruppi bancari e le nuove forme di aggregazione che si vanno affermando nel mercato.

II. Diffusione, morfologia, evoluzione del gruppo bancario

5. Vediamo dunque qualche dato di fatto. Oggi, solamente il 16 per cento delle attività totali del sistema bancario a livello consolidato fa capo a banche non ricomprese in un gruppo. I gruppi iscritti all'Albo al 30 settembre 1995 sono 90; includono circa 870 società, di cui 222 banche, 464 società finanziarie, 182 società strumentali, suddivise queste ultime fra società immobiliari e altre che gestiscono servizi informativi o attività di natura ausiliaria (tav. 1).

Gli 8 gruppi principali rappresentavano alla fine del 1994 il 57 per cento delle attività totali dei gruppi e il 47 per cento di quelle dell'intero sistema bancario a livello consolidato; per i primi 35 gli analoghi dati sono pari rispettivamente al 91 per cento e al 76 per cento.

Tav. 1

Gruppi bancari e loro composizione
(numero assoluto)

VOCI	1992	1993	1994	1995 (1)
Gruppi	87	91	94	90
COMPONENTI ITALIANE				
Bancarie	141	145	151	167
Finanziarie	308	327	318	345
Strumentali	133	151	147	154
Totale	582	623	616	666
COMPONENTI ESTERE				
Bancarie	47	48	51	55
Finanziarie	92	96	100	119
Strumentali	24	24	23	28
Totale	163	168	174	202
Totale componenti	745	791	790	868

Fonte: Banca d'Italia - Albo dei gruppi bancari.

(1) Dati al 30.9.95.

In media i gruppi sono formati da 10 società. La distribuzione però non è uniforme: 47, cioè oltre la metà dell'insieme complessivo, hanno meno di 5 componenti; 20 operano con un numero di società compreso tra 5 e 10. Pochi sono caratterizzati da una rete più ampia di componenti: 23 ne hanno più di 10, 11 più di 20; 7 più di 30; 4 più di 50 (tav. 2). Il gruppo maggiormente articolato ha 57 società. Le componenti dei gruppi insediate fuori dei confini nazionali sono 202, di cui 55 bancarie, e hanno un peso del 16 per cento rispetto al totale dell'attivo di tutti i gruppi.

Tav. 2

Gruppi bancari:
distribuzione per numero componenti

NUMERO COMPONENTI	1992	1993	1994	1995 (1)
Meno di 5	49	49	50	47
Da 5 a 10	18	20	25	20
Da 11 a 20	10	12	10	12
Da 21 a 30	4	4	3	4
Da 31 a 50	5	4	4	3
Oltre 50	1	2	2	4
Totale gruppi	87	91	94	90

Fonte: Banca d'Italia - Albo dei gruppi bancari.

(1) Dati al 30.9.95.

La componente bancaria all'interno dei gruppi è largamente prevalente. A essa fa capo il 96 per cento del totale delle attività e dei dipendenti dei gruppi, nonché l'81 per cento dei complessivi patrimoni; rispetto alle attività totali del sistema bancario a livello consolidato, l'incidenza è pari all'81 per cento. La componente di finanza non bancaria supera il 5 per cento in 20 gruppi, di cui soltanto 5 si collocano nella graduatoria dei maggiori 20. Tra le società finanziarie, si rilevano 79 società di intermediazione mobiliare, 69 società di *leasing* finanziario, 61 finanziarie di partecipazione (ivi incluse quelle per il coordinamento del gruppo), 60 società di incasso e pagamento, 41 di gestione di fondi comuni, 23 di *factoring*, 19 di *merchant banking* (tav. 3).

Tav. 3

Composizione dei gruppi:
tipologia di attività e numero delle componenti
(numero assoluto)

VOCI	1992	1993	1994	1995 (1)
Banche	188	193	202	222
Società strumentali	157	175	170	182
Società finanziarie	400	423	418	464
di cui:				
Società di gestione dei fondi comuni	31	34	40	41
Società di intermediazione mobiliare - SIM	69	68	69	79
Società di investimento a capitale variabile - SICAV	-	-	-	2
Società di <i>leasing</i> finanziario	69	73	68	69
Società di <i>factoring</i>	24	26	24	23
Società di credito al consumo	9	12	7	7
Finanziarie di partecipazione	51	53	52	61
Società di <i>merchant banking</i>	24	26	20	19
Società di incasso e pagamento	48	51	53	60
Altre società finanziarie ..	75	80	85	103
Totale	745	791	790	868

Fonte: Banca d'Italia - Albo dei gruppi bancari.

(1) Dati al 30.9.95.

In assenza di precise classificazioni dimensionali riferite ai gruppi bancari, si può ricorrere a una semplice ripartizione basata sul totale dell'attivo consolidato, e distinguere tra gruppi piccoli, con attivo inferiore ai 10.000 miliardi, medi, tra 10.000 e 100.000, e grandi, oltre 100.000. Sotto il profilo reddituale, osserviamo che, riflettendo il particolare dinamismo

della componente bancaria, i 27 gruppi medi ottengono migliori risultati. Al dicembre 1994 essi rappresentavano il 44 per cento del risultato di gestione complessivo e il 34 per cento delle attività; rovesciata appare la situazione degli 8 gruppi grandi, che rappresentavano il 41 per cento del risultato di gestione e il 57 per cento delle attività (tav. 4).

Tav. 4

Configurazione dei gruppi bancari: attività, patrimonio, dipendenti e reddito (1)
(composizione secondo le dimensioni del gruppo; dati in percentuale)

VOCI	1992				1993				1994			
	Piccoli	Medi	Grandi	Totale	Piccoli	Medi	Grandi	Totale	Piccoli	Medi	Grandi	Totale
Attivo												
ITALIA												
Banche	9,7	25,7	44,2	79,7	8,7	28,5	42,8	80,0	8,9	29,7	42,4	81,1
Finanziarie	0,5	1,0	2,2	3,7	0,4	1,5	1,6	3,5	0,3	1,5	1,4	3,3
ESTERO												
Banche	-	2,8	13,6	16,3	-	2,6	13,5	16,1	-	2,8	12,5	15,3
Finanziarie	-	0,2	0,1	0,3	-	0,3	0,1	0,5	-	0,2	0,2	0,3
Totale	10,3	29,7	60,0	100,0	9,1	32,9	58,0	100,0	9,3	34,2	56,5	100,0
Patrimonio												
ITALIA												
Banche	13,3	33,2	41,8	88,3	13,1	32,3	42,5	87,9	13,4	34,6	32,7	80,7
Finanziarie	0,4	1,7	7,3	9,4	1,1	4,8	5,3	11,1	1,0	4,8	12,2	18,0
ESTERO												
Banche	-	0,1	1,4	1,5	-	0,2	-	0,2	-	0,1	0,3	0,5
Finanziarie	-	0,6	0,1	0,8	-	0,7	0,2	0,9	-	0,6	0,2	0,9
Totale	13,7	35,6	50,7	100,0	14,1	37,9	47,9	100,0	14,4	40,2	45,5	100,0
Dipendenti												
ITALIA												
Banche	13,7	28,9	50,4	93,0	11,4	32,7	49,7	93,8	11,6	33,3	46,0	90,9
Finanziarie	0,8	1,1	1,7	3,6	0,7	1,2	1,4	3,2	0,6	1,6	1,3	3,5
ESTERO												
Banche	-	0,2	3,0	3,2	-	0,2	2,4	2,7	-	0,3	5,1	5,4
Finanziarie	-	0,3	-	0,3	-	0,3	-	0,3	-	0,2	0,1	0,3
Totale	14,5	30,4	55,1	100,0	12,0	34,4	53,6	100,0	12,2	35,3	52,5	100,0
Redditività												
ITALIA												
Banche	14,0	34,3	43,3	91,6	13,2	34,0	42,9	90,1	13,9	35,9	32,3	82,0
Finanziarie	1,1	3,8	8,3	13,2	1,2	4,9	5,4	11,5	1,4	8,5	7,2	17,1
ESTERO												
Banche	-	-2,5	-1,7	-4,3	-	-0,3	-1,6	-1,9	-	-0,5	1,5	1,0
Finanziarie	-	0,8	-1,3	-0,6	-	0,4	-0,1	0,3	-	-	-0,1	-
Totale	15,2	36,4	48,5	100,0	14,4	39,0	46,6	100,0	15,3	43,9	40,8	100,0

Fonte: Banca d'Italia - Segnalazioni di vigilanza.

(1) Le società strumentali facenti parte dei gruppi sono incluse convenzionalmente nel settore "banche". Quale indicatore di redditività è stato considerato il risultato di gestione. Per la distinzione in classi dimensionali dei gruppi, cfr. punto 5.

6. Per meglio comprendere i dati di questa fotografia, possiamo aggiungere qualche elemento di fatto sui cambiamenti recenti che hanno contribuito a determinarla. L'articolazione di un gruppo può modificarsi in due modi: attraverso un cambiamento delle attività comprese nel gruppo o attraverso una variazione della loro organizzazione.

In Italia hanno operato e operano entrambi i fenomeni. Nel corso del 1994 il numero totale delle componenti dei gruppi esistenti all'inizio dell'anno registra una riduzione pari a 33 unità. Tenendo conto degli effetti legati alla costituzione di nuovi gruppi e alla cancellazione di quelli esistenti, il numero delle componenti dei gruppi esistenti a fine anno è rimasto pressoché stabile rispetto all'anno precedente (790 al 31 dicembre 1994).

Fra le 72 società liquidate nel 1994, sono imputabili a processi di riorganizzazione interna l'accorpamento nella casa-madre bancaria di 18 società finanziarie, 10 strumentali e 10 banche, di cui 6 ex Istituti di credito speciale (ICS).

Dal punto di vista della dimensione delle attività coinvolte, l'assorbimento degli ex ICS ha avuto un rilievo particolare. Inoltre, alcune banche capogruppo hanno dismesso le partecipazioni di minoranza detenute in ex ICS e hanno creato un'apposita divisione interna dedicata ai vecchi comparti specializzati (mobiliare, fondiario, agrario). Non infrequente è la stretta connessione tra l'impegno nel finanziamento a medio-lungo termine alle imprese e l'attività di *merchant banking*, in un'ottica di banca universale.

Nei primi nove mesi del 1995 si è registrato un incremento delle componenti dei gruppi derivante da acquisizioni di società dall'esterno. Tenendo conto degli effetti legati alla costituzione di nuovi gruppi e alla cancellazione di quelli esistenti si arriva infatti a un incremento netto di 78 unità.

Nel corso degli ultimi anni, diversi gruppi sono stati interessati da operazioni di concentrazione con altre strutture bancarie, sovente organizzate anch'esse in gruppi, magari di minori dimensioni. Il numero totale dei gruppi e delle banche non organizzate in gruppi si è ridotto da 1.008 nel 1992 a 983 nel 1993, per scendere ancora a 945 l'anno successivo (tav. 5).

Considerando solo i primi nove mesi del 1995, i gruppi bancari hanno acquisito il controllo di 16 banche (5 estere), mantenendone l'autonomia giuridica.

Tav. 5

Peso delle attività organizzate nella forma del gruppo bancario

VOCI	1992	1993	1994
	Numero assoluto		
Gruppi grandi	8	8	8
Gruppi medi	21	26	27
Gruppi piccoli	56	57	59
Banche non ricomprese in gruppi	923	892	851
Totale sistema bancario ...	1.008	983	945
	Totale attivo rapporto di composizione (in%)		
Gruppi grandi	49,1	48,0	47,4
Gruppi medi	24,4	27,3	28,6
Gruppi piccoli	8,4	7,5	7,7
Banche non ricomprese in gruppi	18,1	17,2	16,3
Totale sistema bancario ...	100,0	100,0	100,0

Fonte: Banca d'Italia - Albo dei gruppi bancari e Segnalazioni di Vigilanza.

Soprattutto nel periodo più recente, oltre alle banche sono entrate nel perimetro dei gruppi bancari anche società finanziarie che hanno relazioni con clientela primaria, in particolare SIM che gestiscono patrimoni o che possiedono una rete di promotori (8 nei primi nove mesi del 1995). È probabile che il recepimento della direttiva sui servizi di investimento mobiliare, eliminando la riserva di legge a favore delle SIM per la negoziazione diretta in borsa, favorisca operazioni di incorporazione.

III. Le spinte imprenditoriali

7. Vediamo ora come hanno spinto verso l'attuale configurazione le due forze del mercato e della regolamentazione. Se guardiamo alle spinte imprenditoriali osserviamo che l'analisi economica indivi-

dua tre ordini di motivi che possono spiegare la maggior efficacia dell'organizzazione in gruppo rispetto all'impresa multidivisionale: sono motivi di natura finanziaria, di efficienza organizzativa, di risposta al contesto normativo.

8. Quanto al primo motivo, il gruppo permette a un soggetto di espandere il campo delle attività economiche controllate a parità di capitale impiegato. Ciò è possibile grazie alla concentrazione del capitale del soggetto controllante nell'impresa al vertice del gruppo e alla diluizione del capitale di rischio altrui fra le imprese controllate. L'organizzazione in gruppo può inoltre consentire un migliore sfruttamento del principio della limitazione delle responsabilità patrimoniali. L'articolazione delle attività in più società può incentivare l'apporto di capitale di debito, perché i creditori devono valutare la rischiosità e quindi rivalersi su insiemi limitati di attività, risparmiando costi di valutazione e di contrattazione con altri creditori.

Quanto al secondo motivo, l'efficienza organizzativa, la forma gruppo può consentire di migliorare la configurazione delle relazioni fra il management posto al vertice del gruppo e gli amministratori delle singole unità produttive. Fra le finalità perseguite assumono rilievo: l'incremento di visibilità delle singole unità al fine di sfruttarne i legami con il territorio, con segmenti di clientela, e così via; la realizzazione di *joint-ventures* con soggetti esterni al gruppo che apportano le conoscenze necessarie per lo svolgimento di nuove attività; l'assegnazione di maggiori responsabilità e incentivi agli amministratori delle controllate.

La forma gruppo può infine essere preferita a quella multidivisionale perché più adatta ad affrontare il contesto normativo. Oltre alle eventuali motivazioni di ordine fiscale si comprendono qui quelle legate alla maggiore flessibilità che il mercato del lavoro riconosce alle imprese di piccole dimensioni in cui un gruppo può consentire di articolare l'attività e al tentativo di ridurre il grado di trasparenza di un unico centro di direzione nei confronti delle autorità di controllo.

9. Per l'impresa bancaria l'esiguo apporto di capitale esterno nelle sussidiarie (circa 12 per cento)

e la circostanza che la capogruppo normalmente risponde delle obbligazioni assunte dalle controllate riducono l'importanza della finalità finanziaria (tav. 6). Riguardo ai condizionamenti normativi, non appare rilevante il motivo della minore trasparenza. Questa è infatti per il gruppo bancario assicurata dalla iscrizione del medesimo all'Albo tenuto presso la Banca d'Italia e dall'obbligo di evidenza statutaria di appartenenza al gruppo e del ruolo di capogruppo.

Tav. 6

**Patrimonio di pertinenza di terzi
sul totale del patrimonio dei gruppi (1)**

VOCI	1993	1994
Peso percentuale		
PICCOLI	3,2	4,0
MEDI	12,0	10,5
GRANDI	17,0	15,6
Totale	13,2	11,9
Rapporto di composizione sul numero dei casi		
PICCOLI		
Peso fino al 5%	87,5	83,1
Tra il 5% e il 20%	8,9	11,9
Dal 20% al 40%	1,8	3,4
Oltre il 40%	1,8	1,7
MEDI		
Peso fino al 5%	38,5	44,4
Tra il 5% e il 20%	46,2	40,7
Dal 20% al 40%	7,7	11,1
Oltre il 40%	7,7	3,7
GRANDI		
Peso fino al 5%	—	25,0
Tra il 5% e il 20%	62,5	50,0
Dal 20% al 40%	37,5	25,0
Oltre il 40%	—	—
Totale		
Peso fino al 5%	65,6	67,0
Tra il 5% e il 20%	24,4	23,4
Dal 20% al 40%	6,7	7,5
Oltre il 40%	3,3	2,1

Fonte: Banca d'Italia - Segnalazioni di vigilanza.

(1) Il patrimonio di pertinenza di terzi è quello facente capo agli azionisti di minoranza delle società controllate dalla capogruppo, esclusi quelli della capogruppo stessa.

10. Altri motivi, fra quelli prima indicati, rilevano maggiormente. L'articolazione in gruppo è una soluzione organizzativa efficiente quando l'impresa bancaria, non disponendo del *know-how* necessario per svolgere determinate attività, sceglie di affidarsi a soggetti esterni in possesso delle conoscenze tecniche richieste e per farlo li associa come co-partecipanti in società controllate. È questo il caso di alcuni gruppi bancari che hanno costituito società di gestione di fondi pensione, fondi chiusi, imprese assicurative.

È importante anche per mantenere adeguati incentivi per gli amministratori e un forte radicamento sul territorio, il che spiega la mancata incorporazione delle banche locali recentemente acquisite da gruppi bancari; l'autonomia giuridica consente infatti agli organi gestionali delle banche controllate di mantenere una maggiore visibilità sul mercato di tradizionale insediamento. Ciò spiega inoltre i casi di alcuni ex ICS partecipati da più banche che non vengono incorporati dal socio di controllo per non perdere le relazioni di clientela delle banche azioniste.

11. Quanto ai condizionamenti normativi, il modello del gruppo è stato in primo luogo influenzato dalla regolamentazione bancaria, a cui è dedicato il successivo capitolo di questa relazione. Notevole rilevanza hanno avuto la disciplina valutaria e tributaria. I vincoli valutari hanno influito in modo significativo sulla decisione delle maggiori banche italiane di costituire società estere verso la fine degli anni settanta. Il fisco rappresenta una variabile fondamentale nella valutazione di convenienza circa la percorribilità di un'ipotesi di aggregazione, ovvero di scorporo. Si consideri, ad esempio, la sollecitazione verso le operazioni di conferimento o fusione derivata dalla proroga delle facilitazioni fiscali previste dalla legge n. 218 del 1990 e dai successivi provvedimenti di proroga; tale opportunità ha costituito, in più di una realtà aziendale, l'occasione per progettare e attuare ipotesi di riordino, accorpamento e razionalizzazione delle proprie partecipate. L'insediamento in centri *off-shore*, con la conseguente possibilità di porre in essere arbitraggi fiscali rappresenta un'ulteriore opportunità costantemente esplorata soprattutto dai gruppi maggiori.

12. Nel settore bancario, poi, il modello del gruppo assolve l'importante funzione di separare interessi diversi e potenzialmente confliggenti inerenti all'esercizio congiunto di più attività. Nelle operazioni di ristrutturazione finanziaria di un'impresa, ad esempio, intermediari che siano allo stesso tempo creditori e azionisti potrebbero trovare difficoltà a contemperare il proprio interesse di soci con esigenze legate a prospettive di più breve periodo. Nel modello organizzativo multidivisionale, le due funzioni – di partecipazione e di credito – farebbero presumibilmente capo a due distinte divisioni – *merchant banking* e “area fidi” – dotate di limitata autonomia decisionale. Anche quando l'esigenza di separare interessi diversi sia presidiata da specifiche regole di condotta all'interno del gruppo (*Chinese Walls*) o da obblighi che disciplinano direttamente il rapporto intermediario-cliente (*best execution, subordination of interest*), gli interessi di alcune divisioni restano subordinabili a quelli delle unità di maggior peso. La struttura organizzativa del gruppo, specie quando tutte le società operative siano controllate direttamente dalla capogruppo, sembra consentire una più efficace tutela degli interessi relativi alle singole attività svolte.

13. Infine va ricordato che, accanto alle logiche economiche, le articolazioni di gruppo e il loro evolversi vengono dalle situazioni ereditate dal passato e dalla misura dei costi connessi al cambiamento degli assetti organizzativi.

Nel caso di acquisizione del controllo di una società già esistente è talvolta opportuno mantenere temporaneamente separata l'impresa acquisita se vi sono difficoltà nell'integrazione tra fattori produttivi diversi (sistemi informativi, personale, ecc.). D'altra parte, maggiore è la dimensione della banca o del gruppo bancario acquisito, maggiori sono le difficoltà di realizzare su base consolidata l'attività di programmazione e di controllo. L'incorporazione risulta invece agevolata laddove le società partecipate siano sorte per iniziativa diretta della capogruppo ovvero operino in settori d'attività omogenei a quello bancario. È questo, in via generale, il caso degli ex ICS controllati dalla capogruppo, la cui incorporazione è facilitata dal fatto che il consistente volume d'attività poggia su una struttura fondamentale snella, che

può dunque essere assorbita con uno sforzo modesto. Gli ex ICS appartenenti ai primi 20 gruppi italiani rappresentavano a fine 1993 poco meno del 3 per cento dei dipendenti, a fronte di un peso sull'attivo pari al 19 per cento.

IV. Le ragioni della regolamentazione

14. Le spinte imprenditoriali alla base della scelta del modello organizzativo del gruppo bancario si sono intrecciate, soprattutto in Italia, con un secondo ordine di sollecitazioni, che veniva dal legislatore e dal regolamentatore. Va detto innanzi tutto che il sistema creditizio italiano ha sempre diversificato i prodotti e i servizi offerti. I principi di specializzazione non hanno portato, nella prassi, a una rigida separazione tra le categorie di intermediari operanti sulle diverse scadenze. L'intermediazione in titoli ha storicamente sempre fatto parte delle attività svolte dalle banche; la legge bancaria del 1936 non è il Glass Steagall Act.

Ciò detto, va osservato che l'operatività all'estero e in settori diversi da quello creditizio tradizionale, per i quali si coniò il nome di parabancario, si è originariamente sviluppata attraverso società controllate. Verso questa configurazione le banche erano state spinte sia da disposizioni emanate per motivi di vigilanza, sia dalle misure di controllo amministrativo del credito e delle operazioni con l'estero, determinate da motivi di politica monetaria e valutaria.

15. Per l'operatività all'estero, la delibera del CICR del 27 novembre 1970 autorizzava le banche ad assumere partecipazioni in enti creditizi o finanziari esteri al fine di favorire l'integrazione finanziaria internazionale.

Nel parabancario il ricorso, negli anni settanta e nei primi anni ottanta, al massimale sugli impieghi e ad altre forme di controllo amministrativo dell'attività bancaria aveva favorito lo sviluppo di attività, in particolare quelle di *factoring*, al di fuori delle banche; queste ultime fornivano a tali società capitale di rischio e, attraverso gli ex ICS non soggetti al massimale, considerevoli flussi di capitale di debito.

Nello sviluppo di servizi di finanza aziendale la Banca d'Italia aveva ravvisato, verso la metà degli anni ottanta, un ritardo; con la delibera del CICR del 6 febbraio 1987, si favorì lo svolgimento di tale attività da parte delle banche tramite la costituzione di società di *merchant banking*.

Specifiche riserve di legge, anche recenti, hanno infine imposto alle banche di avvalersi di apposite società controllate per poter svolgere l'attività di gestione di fondi comuni di investimento mobiliare, la negoziazione di titoli in borsa e l'attività assicurativa.

Nella visione che allora avevano le autorità di Vigilanza, il ricorso a società giuridicamente autonome per lo svolgimento delle attività all'estero o in settori diversi da quelli bancari tradizionali consentiva di cogliere i vantaggi della presenza in campi operativi non tradizionali, isolando tuttavia l'impresa bancaria dai rischi che ne derivavano. Spesso, infatti, le componenti del gruppo non riproducevano la cultura dell'azienda madre; l'acquisizione di professionalità esterne necessarie per le attività fortemente specializzate e a carattere innovativo contribuiva alla creazione di corpi separati nei quali l'atteggiamento di avversione al rischio tipico dell'attività bancaria non risultava altrettanto forte.

16. La vicenda del Banco Ambrosiano contribuì a modificare le impostazioni della vigilanza. Essa pose in luce come la stabilità della banca potesse essere messa a repentaglio da una delle controllate anche nella configurazione che separava giuridicamente l'ente creditizio dalle società bancarie e finanziarie estere. Le difficoltà incontrate nella ricostruzione delle situazioni che poi portarono al dissesto di quell'istituto avevano, in particolare, mostrato l'ineadeguatezza degli strumenti di controllo degli assetti proprietari della banca e delle controllate estere. Si avvertì allora la necessità di estendere al più presto gli strumenti informativi all'intera struttura del gruppo.

17. Seguirono una serie di interventi normativi e di prese di posizione, anche a livello internazionale, volti a migliorare la vigilanza informativa nei casi in cui l'impresa bancaria operava attraverso affiliate.

La delibera del CICR del 28 gennaio 1981, che la Banca d'Italia aveva promosso tenendo anche conto delle problematiche del gruppo Ambrosiano, stabilì che le partecipazioni all'estero delle banche dovevano essere dirette, cioè senza l'interposizione di finanziarie di partecipazione non soggette a vigilanza, e che inoltre le autorizzazioni per l'assunzione di partecipazioni all'estero dovevano essere rilasciate a condizione che vi fossero sufficienti controlli da parte delle autorità locali.

E proprio sulla base dell'esperienza dell'Ambrosiano, venne stipulato nel 1983 il nuovo Concordato di Basilea che garantiva una maggiore collaborazione tra autorità di controllo e introduceva il principio della vigilanza su base consolidata.

Altre modifiche normative seguirono negli anni immediatamente successivi, su impulso della Banca d'Italia. Esse riguardarono: il recepimento della direttiva comunitaria in materia di vigilanza informativa a livello consolidato (legge n. 114 del 1986); l'introduzione di una specifica figura di reato per false comunicazioni all'organo di vigilanza (art. 4 della citata legge 114); la trasparenza degli assetti proprietari delle banche e delle società finanziarie attraverso l'obbligo di segnalazione alla Banca d'Italia delle partecipazioni superiori al 2 per cento (legge n. 281 del 1985).

18. Verso la metà degli anni ottanta, dunque, sia l'operatività estera sia quella nei settori del par bancario avvenivano principalmente, per le banche italiane, attraverso società partecipate mentre si andavano rafforzando le spinte imprenditoriali e di vigilanza verso una maggiore compattezza dell'aggregazione di società intorno alla banca. La forma del gruppo, così come si era sviluppata, non assicurava ancora un grado sufficiente di coordinamento fra le diverse unità produttive e non teneva conto delle esigenze che spingevano nella direzione di una vigilanza consolidata di tipo prudenziale e non soltanto di tipo informativo.

In quel momento entrò nel processo evolutivo della legislazione bancaria la nuova determinante del nascente mercato unico europeo e al centro del dibattito, che si era spostato dall'Italia a Bruxelles, si collocò l'ordinamento di esso. In quell'ordinamento,

che oggi si ritrova nella seconda direttiva di coordinamento bancario e che per quella via entrò poi nella legislazione italiana, furono fissate – in non piccola misura per nostra influenza – la definizione di banca (che ribadiva quella della prima direttiva “banche” del 1977), la lista delle attività ammesse al mutuo riconoscimento e, *last but not least*, la responsabilità patrimoniale della capogruppo per le obbligazioni delle sussidiarie. L'esercizio della vigilanza da parte delle autorità del paese d'origine venne inoltre esteso alle società controllate da una banca garante per le obbligazioni assunte dalle medesime sussidiarie. La disciplina del gruppo bancario adottata in Italia l'anno seguente risentirà in misura significativa di tali disposizioni.

V. Tre capisaldi

19. Sulla base di queste premesse di storia italiana e comunitaria, la riforma legislativa e regolamentare necessaria per dare organicità alla disciplina del gruppo bancario si doveva reggere su tre capisaldi. In primo luogo, il perimetro del gruppo. In secondo luogo, la vigilanza consolidata. In terzo luogo, la direzione unitaria, cioè il rafforzamento dei poteri della capogruppo in un'ottica di vigilanza bancaria. Nel 1990, principalmente con la disciplina dettata dalla legge n. 218 e dal decreto legislativo n. 356, il legislatore interviene in modo significativo su tutti e tre gli aspetti. Vediamo come.

20. Riguardo al perimetro del gruppo, la disciplina stabilì che del gruppo fanno parte la banca o la società finanziaria capogruppo, le società controllate che esercitano attività bancaria e quelle che svolgono altre attività finanziarie e strumentali ammesse al mutuo riconoscimento. Coerentemente con le scelte comunitarie, non vennero incluse nel perimetro del gruppo le imprese assicurative e industriali. Pur essendo oggi generalmente riconosciuta la natura finanziaria dell'attività assicurativa, questa non si presta con facilità a controlli di vigilanza assimilabili a quelli bancari; anche in ragione di ciò l'ordinamento comunitario ha introdotto una nitida distinzione tra i due ambiti operativi, prevedendo l'esclusività

dell'oggetto sociale per le compagnie di assicurazione. I raccordi partecipativi, anche di controllo, tra banche e assicurazioni non sono stati peraltro vietati e hanno dato origine al fenomeno dei conglomerati finanziari, sui quali mi soffermerò più oltre. In Italia si riconosce la natura finanziaria dell'impresa assicurativa.

Per l'attività industriale fu ribadito il principio di separatezza contenuto nell'ordinamento. La disciplina delle partecipazioni non finanziarie delle banche, nell'abolire la precedente normativa sul *merchant banking*, ha consentito tuttavia alle banche di maggiori dimensioni e a quelle operanti prevalentemente nel medio-lungo termine di assumere direttamente partecipazioni di controllo in imprese industriali. Si stabilì però che la singola partecipazione eccedente il 15 per cento del capitale dell'impresa partecipata nonché la somma delle interessenze superiori a tale soglia non potessero superare il limite del 2 per cento del patrimonio della banca partecipante.

Con riferimento ai partecipanti al capitale della capogruppo, la legge n. 287 del 1990 sostituì i semplici obblighi informativi con la necessità, per chiunque intendesse assumere partecipazioni superiori al 5 per cento, di ottenere un'autorizzazione della Banca d'Italia. Si rafforzaron in tal modo i presidi all'autonomia dell'intermediario, presupposto necessario per il corretto esercizio della funzione allocativa; in particolare, le norme introdotte nel 1990 miravano ad affermare il citato principio di "separatezza".

I successivi interventi del legislatore in materia (il decreto legislativo n. 481 del 1992 di recepimento della Seconda direttiva di coordinamento bancario e la nuova legge bancaria), nel riaffermare la valenza di tale principio, attribuirono alla Banca d'Italia il compito di valutare discrezionalmente la qualità degli azionisti avendo riguardo al più ampio criterio, di derivazione comunitaria, della sana e prudente gestione. Il complesso sistema dei controlli sulla proprietà azionaria venne esteso anche ai partecipanti al capitale delle finanziarie poste a capo di un gruppo creditizio.

21. Riguardo alla vigilanza consolidata, venne rafforzato l'ambito di applicazione della stessa, fino

ad allora di natura solo conoscitiva, con un anticipo di due anni rispetto alle disposizioni di contenuto pressoché analogo della direttiva 92/30 CEE.

Alle società appartenenti al gruppo vennero applicati strumenti di vigilanza consolidata di natura regolamentare, accanto ai controlli informativi e ispettivi. Fu attribuita alla Banca d'Italia la responsabilità di impartire alla capogruppo istruzioni che possono riguardare l'adeguatezza patrimoniale, le partecipazioni detenibili, il contenimento dei rischi, i profili organizzativi e contabili, i controlli interni. Alla capogruppo spetta il compito di realizzare meccanismi di scambio informativo, istituire procedure di rilevazione accentrata del rischio ed effettuare eventuali controlli ispettivi presso le singole società. Alla trasmissione di informazioni e dati sono tenute, oltre alle società controllate, anche le altre società bancarie, finanziarie e strumentali partecipate dalla capogruppo e da altre società e banche componenti il gruppo, in misura non inferiore al 20 per cento del capitale.

22. Quanto alla direzione unitaria, terzo caposaldo della disciplina, la capogruppo emana disposizioni alle componenti del gruppo per l'esecuzione delle istruzioni impartite dalla Banca d'Italia; gli amministratori delle società controllate sono tenuti a collaborare per il rispetto delle norme sulla vigilanza consolidata. Le disposizioni di vigilanza prevedono che la struttura del gruppo e la linea di "comando" entro il medesimo siano costruite in modo tale da garantire alla capogruppo il coordinamento delle controllate e l'esercizio puntuale delle proprie disposizioni da parte di coloro che hanno poteri delegati per la gestione delle sussidiarie. La capogruppo è responsabile della qualità dell'informazione consolidata e del rispetto delle regole prudenziali da parte di ciascuna società del gruppo. L'importanza assegnata dal legislatore ai poteri e agli obblighi della capogruppo è sottolineata dalla previsione che la stessa possa essere assoggettata ad amministrazione straordinaria o a liquidazione coatta amministrativa nel caso di inadempienze gravi o eccezionali nell'esercizio della direzione e del coordinamento. Nell'ambito degli ordini dettati dalla capogruppo ai fini di stabilità sono irrilevanti gli eventuali conflitti di interesse con le società controllate.

23. Questi, in breve, i capisaldi dell'ordinamento del gruppo bancario. Dal punto di vista dei rapporti sia tra le componenti del gruppo, sia con l'autorità di vigilanza, sembra esserci poca differenza tra la forma del gruppo e quella dell'impresa multidivisionale.

Dobbiamo allora chiederci quali siano le differenze tra le due forme quanto ai rapporti con i terzi. E qui i "terzi" sono essenzialmente gli azionisti di minoranza di una sussidiaria.

A tale proposito è da sottolineare come l'obbligo di rispettare le istruzioni della capogruppo vincoli le società controllate in quanto determinato dall'esigenza di perseguire l'interesse alla stabilità del gruppo; e, beninteso, l'azione della capogruppo in tale ambito dev'essere ispirata a criteri di equità e ragionevolezza.

Nell'adottare questa soluzione la disciplina del gruppo bancario perciò non enuncia principi generali diversi da quelli del codice civile sulla questione dei possibili conflitti di interesse fra soggetto controllante e azionisti di minoranza di una sussidiaria. Nel gruppo bancario come in quello industriale la soluzione di quei conflitti è affidata, in ultima analisi e nelle forme previste, alla tutela giurisdizionale. Si può dire, semmai, che l'esplicitazione legislativa dei diversi capisaldi sopra illustrati potrà facilitare, piuttosto che ostacolare, la tutela di quegli interessi.

VI. I problemi posti dal gruppo

24. Vediamo ora brevemente quali sono i problemi del gruppo bancario. La vita economica offre innumerevoli esempi di relazioni continue di affari e di accordi operativi fondati sulla fiducia e sull'interesse reciproco, suggellati dall'assunzione di partecipazioni anche modeste, talora addirittura dalle presenze nei consigli d'amministrazione. Diverso è il caso in cui queste relazioni, segno della vitalità del mercato e della fondamentale importanza della conoscenza e della fiducia nei rapporti commerciali, danno luogo a relazioni di controllo.

L'accertamento delle relazioni di controllo al di là delle presunzioni di diritto o delle dichiarazioni degli operatori è peraltro necessaria non solo ai fini della tutela dell'interesse del gruppo e della applicazione degli strumenti di vigilanza consolidata, ma anche per assicurare il rispetto del principio di separazione banca-industria e più in generale del requisito di bancarietà del gruppo creditizio.

Nella definizione del perimetro del gruppo si pone il problema di accertare due ordini di situazioni: quelle in cui vi è controllo di fatto e quelle in cui, al contrario, un controllo dichiarato non è accompagnato da un controllo di fatto. Vediamo brevemente i problemi che si pongono nell'uno e nell'altro di questi casi.

25. Per quanto riguarda il controllo di fatto, la nuova legge bancaria individua una serie di situazioni che configurano ipotesi di controllo nella forma dell'influenza dominante. Ciò nonostante, assicurare il rispetto delle norme sui gruppi bancari nei casi di controllo di fatto risulta difficile perché non sempre i meccanismi di formazione della volontà degli organi sociali sono rivelati da atti formali.

Il problema si pone sia "a monte" sia "a valle" del gruppo. Al primo caso appartengono imprese bancarie controllate sulla base di legami familiari o di coalizioni informali fra azionisti accomunati da uno stesso interesse. Tali forme di controllo sono rilevanti nell'ambito del sistema bancario. È ad esempio possibile che una persona fisica "controlli", mediante accordi informali con altri familiari, una banca o un gruppo bancario e sia nello stesso tempo a capo, sempre per via di fatto, di un gruppo industriale, in possibile contrasto con le norme di separazione. O ancora che fra più soggetti bancari, finanziari e assicurativi sussistano relazioni informali che danno luogo a un controllo e dunque a una realtà di gruppo, senza che questa venga formalmente dichiarata e riconosciuta. Non occorre spiegare quanto sia difficile, per la vigilanza, accertare e poter dimostrare l'esistenza di gruppi di fatto configurati in uno dei modi ora descritti. Lo stesso controllo ispettivo può essere di poco aiuto, data la scarsità o l'inesistenza di tracce documentali. È chiaro invece che, nel caso in cui l'accertamento si riesca a compiere, scatta

l'applicazione della disciplina di vigilanza del gruppo prevista dall'ordinamento.

26. Il caso in cui le partecipate sono "a valle" del gruppo bancario si realizza quando il legame di controllo si estende di fatto a soggetti che, nella definizione data dall'ordinamento, non dovrebbero stare nel perimetro del gruppo bancario perché la loro attività non è tra quelle incluse nella lista. Anche qui, come nelle situazioni "a monte" della banca, spesso le relazioni di controllo sono di difficile accertamento e rischiano di sfuggire alla vigilanza. Il problema deve essere inquadrato nell'ambito più generale della vigilanza sui conglomerati finanziari e "misti". In presenza di situazioni particolarmente complesse la Banca d'Italia, sulla base degli elementi disponibili, afferma l'esistenza del controllo di fatto: spetta alle parti interessate dimostrare il contrario. Quando l'accertamento di un gruppo di fatto avvenga, si può applicare il decreto legislativo n.528 del 1992 che, nel recepire la direttiva CEE 92/30, ha esteso la vigilanza informativa su base consolidata alle imprese assicurative e industriali controllate da una banca. Tali società, pur non essendo soggette all'applicazione di coefficienti e regole prudenziali in quanto società non finanziarie, sono comunque tenute all'invio di dati e informazioni e possono essere sottoposte a vigilanza ispettiva al fine di verificare l'esattezza delle informazioni fornite per il consolidamento.

27. Il secondo ordine di problemi si pone quando il potere di direzione di soggetti che dichiarano di controllare un gruppo bancario è, nei fatti, inadeguato.

Si è più volte assistito negli anni recenti all'inserimento di banche o di società finanziarie in gruppi bancari, sia per risolvere situazioni di particolare debolezza della banca entrante sia per rafforzare e diversificare il gruppo acquirente. In alcuni casi l'esigenza, avvertita dallo stesso controllante, di mantenere una forte individualità sul mercato locale e con essa l'avviamento della controllata, oppure la conservazione da parte dei precedenti azionisti o dello stesso management di una notevole influenza sulla società ceduta, possono ostacolare il realizzarsi di una strategia unitaria e dunque contraddire la stessa logica del gruppo bancario. Ciò accade soprattutto in

presenza di due tipologie di concentrazione. In primo luogo, quando banche di diversa origine territoriale acquistano una banca in difficoltà ma ancora condizionata da forti elementi di pressione e di potere locale: il rapido recupero di redditività che tali operazioni a volte consentono può rafforzare le spinte centrifughe. In secondo luogo, quando si costituiscono gruppi con una configurazione a clessidra, formati, per esempio, da una pluralità di casse di risparmio controllate da una *holding* partecipata dalle varie fondazioni d'origine.

In entrambi i casi, e soprattutto quando manchi un partner patrimonialmente dominante, i centri di controllo tendono a essere molteplici. È evidente che proprio in questi casi va affermata l'importanza della disciplina sui gruppi che, ai fini di vigilanza, obbliga la capogruppo a esercitare la direzione unitaria. Qualora non venga attuata in un arco ragionevole di tempo una valida strategia unitaria, il gruppo si frantuma ovvero supera i suoi problemi con operazioni di fusione.

VII. I conglomerati finanziari

28. Fin qui il gruppo bancario quale esso è oggi riconosciuto e regolamentato dal legislatore. Un dibattito sui gruppi di società non può però ignorare, quando riferito al settore finanziario, la emergente realtà dei conglomerati. Nell'ambito dei lavori condotti dal Gruppo Tripartito degli organi di controllo sulle banche, le società di investimento e le imprese assicurative, promosso dal Comitato di Basilea nel 1993, il conglomerato finanziario è definito come "un gruppo di società sottoposto a controllo comune la cui attività esclusiva o prevalente consiste nel fornire servizi significativi in almeno due settori finanziari (banche, valori mobiliari, assicurazioni)". La spinta al formarsi di conglomerati proviene dal fatto che le maggiori possibilità operative apertesesi per effetto della deregolamentazione e l'unificazione geografica e funzionale dei mercati finanziari hanno spinto le banche a cercare nuove forme di collaborazione e scambi partecipativi, soprattutto con imprese assicurative, dando luogo ad aggregazioni che vanno al di là del gruppo bancario in senso stretto sia per la gamma delle attività svolte sia per la maggiore au-

tonomia gestionale che caratterizza le varie componenti.

29. I conglomerati finanziari si sono sviluppati soprattutto a partire dagli inizi degli anni ottanta. Particolarmente intensa è stata l'integrazione fra settore bancario e assicurativo in paesi come l'Olanda, la Francia e la Spagna; in epoca più recente anche in Germania le maggiori banche hanno acquisito o costituito compagnie assicurative. In Italia le interessenze detenute al 30 settembre 1995 dalle banche nel settore assicurativo ammontano a circa 2.400 miliardi. Poco più di 50 gruppi bancari detengono partecipazioni in imprese che svolgono servizi assicurativi; nella metà dei casi la partecipazione detenuta è di controllo.

Una recente indagine condotta dalla Banca d'Italia sui prodotti finanziari offerti dalle banche e dai gruppi bancari conferma la presenza di spinte al collegamento, in varie forme, tra banca e assicurazione. Circa il 75 per cento dei gruppi bancari iscritti all'Albo offre prodotti assicurativi del ramo vita in modo capillare, attraverso le proprie reti distributive e con una attività promozionale continuativa (tav. 7). Più limitato è il ruolo svolto dalle reti bancarie negli altri rami assicurativi: ma pur sempre la metà dei gruppi bancari ha dichiarato di operare in via significativa in tali settori. Dall'indagine è anche emersa la volontà delle banche e dei gruppi bancari di espandere ulteriormente il proprio impegno nel settore: i prodotti previdenziali e assicurativi ad alto contenuto finanziario vengono generalmente compresi fra quelli strategicamente rilevanti. Lo sviluppo dei fondi pensione potrà costituire un ulteriore terreno di incontro tra i due comparti.

30. La vigilanza sui conglomerati finanziari è una tematica nuova, di cui solo ora è iniziata una ricognizione, dal momento che l'architettura delle istituzioni di controllo dei sistemi finanziari è stata storicamente fondata, in tutti i paesi, sulla classica tripartizione tra banca, intermediazione mobiliare e assicurazione.

Gli studi sin qui compiuti, soprattutto nelle sedi internazionali, hanno posto in luce rischi tipici del conglomerato. Tra essi, ha rilievo particolare il rischio di elusione delle disposizioni sull'adeguatezza

patrimoniale attraverso l'impiego simultaneo dei medesimi elementi patrimoniali per più componenti del conglomerato (cosiddetto *double gearing*) e, più in generale, il rischio del cosiddetto "arbitraggio prudenziale", in virtù del quale le attività vengono spostate, nell'ambito del conglomerato, verso quelle società per le quali i controlli di vigilanza sono meno stringenti. Problemi di questa natura impongono di esercitare la vigilanza su tutte le componenti del conglomerato, con l'intento, in prospettiva, di definire i requisiti prudenziali a livello consolidato. Allo stato attuale le difficoltà tecniche maggiori che incontra il consolidamento derivano dalle peculiarità operative e contabili delle imprese assicurative rispetto alle banche e alle società di intermediazione mobiliare. Molte autorità ritengono che al momento sia perseguibile solo un approccio mirato alla vigilanza individuale delle singole entità, integrata da una valutazione qualitativa generale del gruppo nel suo insieme (cosiddetta *vigilanza solo-plus*).

31. Lo studio più completo della tematica dei conglomerati finanziari è stato appunto elaborato dal Gruppo Tripartito e pubblicato nello scorso mese di luglio. Esso ha consentito di approfondire le conoscenze e di gettare le basi per una regolamentazione prudenziale unificata. A Bruxelles sono in corso lavori per una futura proposta di direttiva comunitaria.

Oltre al problema dell'adeguatezza patrimoniale, altre questioni sono emerse nel lavoro di ricognizione fin qui compiuto. Due sono particolarmente importanti.

La prima riguarda la necessità di una intensa cooperazione tra le istituzioni che controllano le differenti entità di un conglomerato e in particolare di un ampio scambio di informazioni di natura prudenziale. Ha ottenuto generale consenso anche l'idea di individuare un'autorità guida (un *convenor*) che dovrebbe essere responsabile per la raccolta delle informazioni e per il coordinamento generale in caso di necessità.

La seconda questione riguarda la struttura di gruppo. Recenti crisi bancarie internazionali hanno dimostrato che una vigilanza efficace può essere impedita da architetture di gruppo complesse o opache. Le autorità di controllo devono essere dotate del po-

tere di ottenere adeguate informazioni sulle strutture societarie e manageriali dei conglomerati e, se necessario, devono poter proibire strutture che pregiudichino una vigilanza adeguata.

32. È auspicabile che, in un futuro non remoto, si giunga a un accordo internazionale che definisca

e renda vincolanti i principi che debbono presiedere alla vigilanza sui conglomerati finanziari. La futura regolamentazione di tali fenomeni dovrà estendere adeguate forme di controllo su tutte le attività del conglomerato; ma, a mio avviso, dovrà anche salvaguardare la possibilità di sperimentare nuove attività e forme di relazione fra imprese finanziarie.

Tav. 7

Gruppi bancari: prodotti offerti in maniera significativa

PRODOTTI	Gruppi		Prodotti (in % della colonna A)			Prodotti di terzi (in % della colonna C)		
	Numero (A)	%	Propri (B)	Di terzi (C)	Propri e di terzi	Banca non gruppo	Finanzia- ria non gruppo	Altra società
Obbligazioni	37	53,6	86,49	24,32	18,92	100,00	-	-
Certificati di deposito	67	97,1	71,64	22,39	16,42	100,00	-	-
Pronti contro termine	60	87,0	-	-	-	-	-	-
Mutui fondiari	54	78,3	66,67	31,48	14,81	94,12	5,88	-
Operazioni di credito legate ad attività commerciali con l'estero	62	89,9	70,97	3,23	3,23	50,00	-	50,00
Altri finanziamenti a medio e a lungo termine	59	85,5	72,88	20,34	13,56	91,67	8,33	-
Credito al consumo	56	81,2	62,50	12,50	-	-	100,00	-
Leasing	52	75,4	75,00	30,77	5,77	-	100,00	-
Factoring	37	53,6	67,57	40,54	8,11	-	100,00	-
Raccolta ordini acquisto/vendita titoli	65	94,2	73,85	4,62	3,08	66,67	33,33	-
Negoziazioni titoli di Stato italiani	64	92,8	73,44	4,69	3,13	33,33	100,00	-
Negoziazioni altri titoli italiani	59	85,5	74,58	6,78	3,39	25,00	100,00	-
Negoziazioni titoli esteri	52	75,4	80,77	7,69	5,77	75,00	25,00	-
Gestione patrimoniale con intestazione fiduciaria	18	26,1	88,89	5,56	-	-	100,00	-
Gestione patrimoniale senza intestazione fiduciaria	54	78,3	79,63	-	-	-	-	-
Prodotti assicurativi (ramo vita)	52	75,4	-	100,00	-	-	-	100,00
Prodotti assicurativi (altri)	34	49,3	-	100,00	-	-	-	100,00
Quote fondi comuni di investimento	56	81,2	53,57	57,14	10,71	-	100,00	-
Collocamento e distribuzione valori mobiliari	47	68,1	74,47	14,89	8,51	85,71	71,43	-
Consulenza finanziaria	22	31,9	81,82	4,55	-	-	100,00	-
Operazioni in prodotti derivati con imprese	29	42,0	79,31	3,45	-	100,00	100,00	-
Operazioni in prodotti derivati con famiglie	15	21,7	80,00	-	-	-	-	-
Carte di credito	47	68,1	21,28	78,72	2,13	35,14	81,08	-

Fonte: Banca d'Italia - Indagine sulle modalità di collocamento dei prodotti e dei servizi finanziari da parte delle banche e dei gruppi bancari.

VIII. Conclusioni

33. Nel settore creditizio la forma organizzativa del gruppo ha avuto una organica sistemazione legislativa e regolamentare, che invece manca in altri settori. Il quadro statistico mostra che il gruppo è oggi la forma di gran lunga prevalente nel sistema bancario italiano: vigilare sulle banche significa, perciò, vigilare sui gruppi bancari.

34. Motivazioni imprenditoriali – di natura finanziaria, di efficienza organizzativa, di risposta al contesto normativo – sono alla base della scelta di tale modello e della sua vitalità, sia nel settore del credito sia in altri settori. Delle tre motivazioni, la prima – espandere l'area delle attività controllate a parità di capitale impiegato – appare, nel settore creditizio, come la meno rilevante, mentre è molto importante in altri settori. La scarsa importanza della motivazione finanziaria attenua, nei fatti, il problema della tutela dei soci esterni e dei creditori delle società che lo compongono. È questa una differenza notevole tra i gruppi bancari e quelli di società operanti in altri settori dell'economia.

35. Motivazioni nascenti dalle istanze di interesse pubblico recepite dal legislatore e dal regolamentatore si sono intrecciate a quelle imprenditoriali: sono riconducibili alla specificità dell'impresa bancaria e alle implicazioni di stabilità che ne derivano.

Nel corso degli anni settanta considerazioni di natura prudenziale hanno spinto le nostre banche verso lo sviluppo di nuove attività in Italia (dette, allora, parabancarie) e l'insediamento all'estero attraverso la creazione o l'assunzione di partecipazioni in altre società finanziarie. Tale indirizzo mirava a isolare i rischi in unità giuridicamente autonome e nello stesso tempo consentiva maggiore operatività in campi limitati dai controlli creditizi e valutari allora in vigore. Alla fine degli anni settanta, i problemi incontrati nell'esercizio della vigilanza fecero emergere, anche sul piano internazionale, la necessità di predisporre strumenti di vigilanza informativa a livello consolidato. L'estensione della vigilanza dalla sfera informativa all'intera gamma degli strumenti

prudenziali venne infine attuata con le disposizioni sul gruppo bancario emanate nell'ambito della disciplina sulla riorganizzazione delle banche pubbliche.

36. Nella seconda metà degli anni ottanta entrò nel processo evolutivo del nostro ordinamento bancario la nuova determinante dell'integrazione dei sistemi creditizi e finanziari nazionali in un unico mercato europeo, retto da un proprio ordinamento che oggi si ritrova nella seconda direttiva di coordinamento bancario. La disciplina del gruppo bancario utilizza alcuni degli elementi contenuti in quell'ordinamento: la definizione di attività bancaria che identifica e contraddistingue la banca o il gruppo bancario di cui fa parte; le altre attività che possono essere svolte dalla capogruppo e dalle società controllate – sostanzialmente quelle ammesse al mutuo riconoscimento; la garanzia assunta dalla capogruppo per le attività delle sussidiarie. Essa è fondata su tre capisaldi: il perimetro del gruppo, la vigilanza consolidata, la direzione unitaria. La legislazione italiana del 1990 colloca entro il perimetro del gruppo le società bancarie, finanziarie e strumentali; dà alla capogruppo il ruolo di interlocutore unico della Vigilanza; le impone di esercitare la direzione e il coordinamento sulle componenti attraverso l'emanazione di disposizioni per l'esecuzione delle istruzioni impartite dalla Banca d'Italia; obbliga al rispetto delle istruzioni della capogruppo le società controllate, limitatamente all'esigenza di perseguire l'interesse alla stabilità del gruppo. I requisiti della direzione unitaria previsti dalla disciplina sono dunque strumentali a un funzionamento del gruppo che – per i risvolti di stabilità derivanti dalla sua natura bancaria – si avvicini all'impresa multidivisionale. L'ordinamento configura insomma il gruppo bancario come un'aggregazione molto compatta di attività fortemente omogenee.

37. Nell'attività di controllo sui gruppi la Vigilanza incontra due ordini di problemi: accertare le situazioni di controllo di fatto e quelle in cui a un controllo dichiarato non corrisponde un controllo effettivo. Di entrambi questi problemi la realtà di questi anni offre esempi. Gli strumenti per affrontarli sono nell'ordinamento e nell'organizzazione della Vigilanza, anche se non mancano le difficoltà nell'applicazione pratica.

38. Il conglomerato finanziario costituisce una nuova forma di aggregazione che si va diffondendo all'estero. La sua vigilanza pone problemi complessi di cui si è fatta la ricognizione solo di recente. I principi elaborati dall'ordinamento italiano per i gruppi bancari possono certo costituire un riferimento importante per trattare questa forma nascente dell'organizzazione della finanza, anche se vi sono difficoltà tecniche e giuridiche per una loro applicazione. La futura regolamentazione dovrà estendere adeguate forme di vigilanza su tutte le attività del conglomerato; ma dovrà anche lasciare la possibilità di speri-

mentare nuove attività e forme di relazione fra imprese finanziarie.

39. Più in generale il complesso percorso che ha messo capo all'ordinamento del gruppo bancario in Italia presenta sia caratteri peculiari sia aspetti esemplari, utili a chi affronti i problemi di gruppi di società in campi diversi o più ampi di quello bancario. L'intento di questa relazione era di offrire comprensibili elementi conoscitivi a chi coltiva questi più ampi interessi.

DEFINIZIONI

BANCHE: soggetti iscritti all'Albo di cui all'art. 13 del Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (d.lgs. n. 385/93).

SOCIETÀ FINANZIARIE: esercitano in via esclusiva o prevalente una o più delle attività previste dal Testo unico all'art. 1, comma 2, lett. f), punti da 2 a 12, ovvero altre attività finanziarie di cui al punto 15 del medesimo articolo;

Società di gestione di fondi comuni: trattasi delle società di cui alle leggi n. 77/83 (fondi comuni di investimento mobiliare aperti), n. 344/93 (fondi comuni di investimento mobiliare chiusi), n. 86/94 (fondi comuni di investimento immobiliare);

Società di intermediazione mobiliare – SIM: sono disciplinate dalla legge n. 1/91. In tale categoria sono ricomprese anche le società fiduciarie che svolgono attività di gestione dinamica dei patrimoni; quelle operanti nel campo della gestione statica sono incluse nella categoria residuale "altre società finanziarie";

Società di investimento a capitale variabile – SICAV: sono disciplinate dalla legge n. 84/92;

Società di *leasing* finanziario: operano nel campo della locazione finanziaria;

Società di *factoring*: svolgono attività di cessione dei crediti di impresa;

Società di credito al consumo: concedono crediti al consumo a favore di persone fisiche ai sensi dell'art. 121 T.U.;

Finanziarie di partecipazione: detengono partecipazioni prevalentemente nel settore finanziario;

Società di *merchant banking*: assumono partecipazioni prevalentemente nel settore industriale; svolgono attività di consulenza e assistenza finanziaria all'impresa;

Società di incasso e pagamento: prestano servizi di incasso, pagamento, compensazione e trasferimento di fondi (es. società di gestione in concessione del servizio di riscossione tributi);

Altre società finanziarie: voce residuale.

SOCIETÀ STRUMENTALI: sono controllate dalla banca o dal gruppo bancario, singolarmente o congiuntamente ad altri soggetti; esercitano in via esclusiva o prevalente attività non finanziarie aventi carattere ausiliario all'attività del gruppo (es. società di EDP, immobiliari).

I prodotti derivati: profili di pubblico interesse

Lezione tenuta dal dr. Tommaso Padoa-Schioppa, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia
Università Cattolica del Sacro Cuore - Centro studi finanziari
3° Ciclo di Lezioni Emilio Moar

Milano, 21 novembre 1995

I. Introduzione

1. La tematica dei derivati è passata, in pochissimi anni, dal campo dell'astratta ricerca accademica alla diffusa pratica dei mercati. La eccezionale rapidità del loro sviluppo e alcuni clamorosi casi della cronaca finanziaria degli anni recenti hanno poi introdotto i derivati nel dibattito giornalistico e persino in quello politico. Spesso si esprimono forti preoccupazioni sul conto dei derivati; talvolta si sentono gli echi di antiche convinzioni e diffidenze sulla natura misteriosa e non benefica dell'attività finanziaria.

Le due lezioni che hanno preceduto questa si collocano nella linea di alcuni importanti rapporti elaborati negli anni più recenti da organismi pubblici e privati, internazionali e nazionali, hanno contribuito ad accrescere la comprensione di molti aspetti del fenomeno. La stessa Banca d'Italia ha compiuto un ampio studio avente per oggetto lo sviluppo dei derivati nella realtà italiana. A questi diversi contributi mi riallaccio ponendomi nella prospettiva del pubblico interesse, in particolare di quella parte di esso a cui guarda la banca centrale. Ricorderò dapprima, con alcune cifre, il recente sviluppo dei mercati dei prodotti derivati. Cercherò poi di identificare alcune grandi categorie in cui si articolano le questioni di pubblico interesse. Riprenderò quindi in maggior dettaglio ciascuna delle categorie individuate: la vigilanza bancaria, l'organizzazione dei mercati, la questione del regolamento, il rapporto tra derivati e politica monetaria.

2. Nel gergo delle riunioni internazionali di cooperazione economica e finanziaria si usa il termine *annotated agenda*: ordine del giorno annotato. Lo si usa per indicare una sequenza di problemi da di-

scutere corredata, per ciascuno, da qualche sommaria indicazione degli aspetti più rilevanti, aperta quanto alle soluzioni. Poiché, per questa lezione, ho preferito la completezza di una panoramica all'approfondimento delle singole questioni, la mia esposizione avrà il carattere di un "ordine del giorno annotato", un ordine del giorno molto simile a quelli che in questi mesi e in queste settimane sono al centro di varie riunioni internazionali. Per ogni punto, cercherò di dare i necessari riferimenti all'Italia.

II. La storia e il presente

3. Prodotti derivati quali i contratti a termine e le opzioni sono stati utilizzati, per fini di copertura o speculativi, già in secoli lontani, anche se venivano scambiati solo su particolari mercati e la loro diffusione nell'economia era modesta.

Sui mercati delle merci, ad esempio, i sistemi di contrattazione e scambio hanno realizzato più di cent'anni fa tecniche non dissimili da quelle dei moderni mercati organizzati. Nel 1882 iniziò l'attività, presso la borsa merci di Le Havre, una cassa di compensazione (*clearing house*) con funzione di controparte centralizzata delle negoziazioni. In Italia, a partire dal 1925, operò presso la Borsa merci di Milano una *clearing house* che, limitatamente ai contratti su cereali e su alcuni altri tipi di merci, prevedeva la possibilità del regolamento in contanti del differenziale di prezzo invece della consegna del bene, anticipando di quasi mezzo secolo l'introduzione (avvenuta nel 1974) del regolamento in contanti (*cash settlement*) sui mercati dei derivati americani.

Ed è appena il caso di ricordare il rilievo dei mercati a termine delle valute, il cui sviluppo è testimo-

niato dal fatto che su di essi furono condotti interventi a sostegno del cambio della lira durante la stabilizzazione del 1926.

4. Eppure, solo nei primi anni settanta prese avvio la rapidissima diffusione che oggi tutti conosciamo. Una efficace espressione di Merton Miller ha paragonato i prodotti derivati a "semi sotto la neve": rimasti dormienti a lungo, essi hanno avuto un improvviso sviluppo per il realizzarsi di un insieme di circostanze esterne.

Dal lato della domanda, l'abbandono dei cambi fissi rafforzava la richiesta di strumenti di copertura dai rischi di instabilità dei mercati valutari e finanziari. Dal lato dell'offerta, la rimozione nel 1974 degli impedimenti legali al regolamento in contante dei contratti differenziali presso le borse americane dava un impulso determinante alla riduzione dei costi di transazione. Nello stesso tempo veniva sviluppata, nel mondo della ricerca accademica, una fondamentale teoria che permetteva di calcolare il prezzo delle opzioni (Black-Scholes). Infine, l'innovazione tecnologica nel trattamento e nel trasferimento dei dati forniva il supporto a tecniche sempre più complesse di gestione dei portafogli finanziari.

5. Lo straordinario sviluppo delle negoziazioni in derivati può essere sintetizzato in alcune cifre. Nel 1972 iniziano le negoziazioni del primo *future* finanziario (un contratto a termine sui cambi) presso il Chicago Mercantile Exchange - CME. Solo tredici anni dopo, nel 1985, i *financial futures* sulle borse americane superano, per volumi scambiati, i ben più antichi *commodity futures*. Dalla metà degli anni ottanta, prendono a espandersi i mercati *over-the-counter* - OTC per gli *swaps* di interesse e di valuta. I ritmi di crescita sono così rapidi che nel giro di pochi anni i mercati di questi strumenti superano per dimensione i mercati organizzati di opzioni e *futures*: nel 1990, primo anno per il quale si dispone di una statistica, le consistenze di *swaps* in essere erano pari, in termini di controvalore, a 3.450 miliardi di dollari a fronte dei 2.290 miliardi di opzioni e *futures* negoziati sui mercati organizzati. Un quadriennio più tardi, alla fine del 1993, l'importo degli *swaps* si era più che raddoppiato, portandosi a 8.474 miliardi; quello degli strumenti derivati negoziati sui mercati

organizzati era salito a 7.760 miliardi. La somma di tali importi, 16.200 miliardi di dollari, era pari a oltre il doppio di tutte le attività lorde sull'estero del sistema bancario internazionale, rilevate dalla BRI.

6. Per le attività denominate in lire lo sviluppo dei derivati tarda di qualche anno, riflettendo il minor sviluppo del nostro sistema finanziario. Ma anche in questo caso la crescita è straordinariamente rapida. Il primo mercato organizzato di derivati denominati in lire, se si fa eccezione per il mercato dei premi di borsa privo di una cassa di compensazione centralizzata, prende le mosse nel 1991 presso il LIFFE di Londra con il contratto *futures* sui BTP; un anno dopo si avvia il MIF in Italia.

Alla fine dello scorso settembre le posizioni aperte complessivamente in *futures* sui BTP erano pari a un controvalore di 10.800 miliardi di lire; quelle di opzioni su tali titoli pari a 16.700 miliardi. Gli analoghi valori per i contratti relativi all'euro lira negoziati al LIFFE erano di 88.800 miliardi per il *future* e di 17.500 miliardi per la relativa opzione. Alla stessa data, le posizioni aperte sul *future* della borsa azionaria, avviato solo nel novembre 1994, hanno raggiunto i 1.400 miliardi. Complessivamente il controvalore giornaliero degli scambi su prodotti derivati in lire negoziati su mercati organizzati ha raggiunto l'importo di 28.800 miliardi nei primi nove mesi del 1995.

7. L'operatività degli intermediari italiani in prodotti derivati rispecchia lo sviluppo dei mercati dei derivati in lire. Il valore nozionale totale dei contratti in essere a giugno 1995 è stato pari, per le banche italiane, a 1.140.000 miliardi, superiore di oltre il 40 per cento al dato di fine 1993; l'importo sfiora ormai il 50 per cento delle attività per cassa. Per le SIM, i volumi sono ovviamente più contenuti - 120.000 miliardi -, ma per esse i derivati rappresentano oltre il triplo delle poste sopra la linea.

Come negli altri paesi industriali, il grado di concentrazione del mercato italiano è elevato. I primi dieci operatori bancari - alcuni dei quali concentrati in singoli strumenti - coprono oltre il 70 per cento del totale sia nel settore dei titoli e tassi, sia in quello della valuta.

III. I profili di pubblico interesse

8. All'esame dei profili di interesse pubblico influenzati dallo sviluppo dei prodotti derivati vanno premesse due considerazioni. La prima è che limiterò il mio discorso a quelle tematiche che sono accomunate da una problematica di stabilità finanziaria e monetaria, di diretto interesse per le banche centrali. Esse riguardano la vigilanza prudenziale, il funzionamento dei mercati, il regolamento e la politica monetaria. Sono temi di rilievo che, tuttavia, non esauriscono i possibili profili di interesse pubblico.

9. La seconda premessa è che identificare e cercare di risolvere le questioni di interesse pubblico poste dallo sviluppo dei derivati (così come quelle poste da ogni altro lecito esprimersi dell'iniziativa economica) non implica, di per sé, una visione negativa del fenomeno, quasi che esso fosse solamente feroce di instabilità e di pericoli per l'economia e dovesse per ciò essere soprattutto limitato o represso, se non addirittura soppresso. Se si vuole partire da una nozione estremamente semplificata del ruolo che i derivati svolgono nell'economia, si deve al contrario dire che essi hanno la preziosa funzione di separare rischi diversi, permettendo a ciascun operatore di assumere soltanto quelli che ritiene, in relazione alle sue esigenze e alle sue capacità, di potere affrontare e di saper gestire. I derivati non solo non generano nuovi rischi, ma permettono (permettono, non assicurano) una distribuzione migliore di quelli esistenti. In questo, come in altri aspetti, essi appartengono non alla sfera del gioco d'azzardo, ma a quella dell'assicurazione, un campo dell'economia e della finanza senza il quale né la famiglia né l'impresa potrebbero prosperare.

Queste convinzioni, che oggi costituiscono un patrimonio generalmente condiviso della riflessione economica, le troviamo anticipate con straordinaria chiarezza già un secolo fa, nel 1896, da Luigi Einaudi. In un articolo *In favore dei contratti differenziali* egli ricordava il ruolo assicurativo dei derivati affermando che "... nella fretta di demolire si è dimenticato che i contratti a termine adempievano a una funzione la quale ha pur bisogno di estrinsecarsi ... per diminuire i rischi provenienti dalle oscillazioni dei prezzi"; e, riferendosi poi alla tutela del risparmiato-

re, affermava "È evidente che di dolorose rovine di capitalisti, di famiglie intere, non sia colpevole il meccanismo dei contratti a termine e che la speculazione si sarebbe rivolta in altre direzioni ove questa via fosse rimasta preclusa... Alla legislazione in siffatte materie incombe il dovere non già di togliere la fonte occasionale del male con una proibizione assoluta, ma di impedire che gli inavveduti e in genere il pubblico non professionale si lasci attirare a cuor leggero nelle speculazioni a termine".

E altrettanto chiara era l'impostazione analitica data circa quarant'anni dopo da J.R. Hicks in *Valore e capitale* al contratto a termine e al ruolo della speculazione correttamente intesa: i mercati a termine, afferma Hicks, danno un importante contributo al raggiungimento dell'equilibrio nel tempo, imponendo una convergenza tra prezzi attesi e prezzi effettivi; in essi è decisivo il ruolo degli speculatori, perché particolarmente sensibili alle determinanti dei prezzi, rispetto agli operatori che agiscono solo in copertura, che hanno un'ottica per ciò stesso limitata e che, se lasciati soli, farebbero emergere squilibri strutturali tra domanda e offerta.

10. Se dunque lo sviluppo dei derivati può essere ricondotto all'utilità della funzione che essi svolgono, la rapidità della loro diffusione e la complessità tecnica che li caratterizza costituiscono elementi suscettibili di esporre il sistema finanziario a rischi aggiuntivi, ponendo nuove sfide sia alle istituzioni finanziarie sia ai loro regolamentatori. I legami tra il rendimento del titolo derivato e quello dell'attività sottostante possono essere, infatti, tanto complessi da richiedere competenze e professionalità molto superiori a quelle tradizionalmente richieste dall'attività a pronti in titoli e tali da richiedere periodi anche estesi per la loro acquisizione e integrazione nell'assetto organizzativo dell'impresa; estremamente delicata può essere la calibratura di tali strumenti nell'ambito della gestione di un portafoglio.

Ecco dunque sotto quale profilo lo sviluppo di efficienti strumenti di gestione del rischio può generare rischi per la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso. Si possono individuare tre diversi aspetti di tale stabilità, ciascuno caratterizzato da uno specifico profilo di interesse pubblico: quello delle istituzioni finanziarie, quello dei mercati, quello dell'inte-

ra economia. A presidio di ognuno di essi è preposta una specifica attività: la vigilanza prudenziale, la regolamentazione dei mercati, la politica monetaria. Nel dibattito che si sta svolgendo in varie sedi internazionali questi tre profili di interesse pubblico sono stati definiti con i termini di microprudenziale, macroprudenziale e macroeconomico.

11. Per la vigilanza prudenziale, le implicazioni sistemiche sono originate dalla possibilità che la gestione imprudente di un'istituzione possa contagiare comparti significativi del sistema finanziario e perciò minarne la stabilità complessiva. La possibilità di trasferire il rischio a operatori diversi da quelli presso i quali ha origine e la possibilità di una sua concentrazione crescente presso un numero limitato di istituzioni di grande dimensione pongono problemi di tipo nuovo.

12. Per la regolamentazione dei mercati, il profilo di interesse pubblico abbraccia un insieme di aspetti quali l'offerta di liquidità, la tutela del risparmiatore, il miglioramento del meccanismo di formazione dei prezzi. La prevenzione delle esternalità negative – dall'inadeguata offerta di liquidità all'insufficiente tutela dell'investitore – è qui affidata a una maggiore diffusione dell'informazione pubblica (*disclosure*) sull'attività in derivati sia da parte delle singole istituzioni, sia con riferimento al sistema finanziario nel suo complesso.

13. Per la politica monetaria, infine, il profilo di interesse pubblico è legato all'influsso che la crescente diffusione dei derivati esercita sul controllo delle variabili monetarie e creditizie. Il trasferimento del rischio tra soggetti con diversa propensione alla spesa e la maggior liquidità dei mercati possono modificare l'impatto della politica monetaria sulla domanda e accelerare la trasmissione sui diversi mercati degli impulsi dell'autorità monetaria. Allo stesso tempo, la capacità di trasformare attività rischiose in attività prive di rischio, offerta dall'impiego dei derivati, genera una crescente sostituibilità delle attività non monetarie con quelle monetarie, rendendo potenzialmente sempre più complesso il controllo di queste ultime.

IV. Le implicazioni microprudenziali

14. Nell'ordine appena delineato, il primo dei profili di pubblico interesse è quello riferito alla "stabilità delle istituzioni". L'instabilità può essere dovuta alla difficoltà di valutazione dei prodotti derivati all'interno di una impresa, che ne ostacola un adeguato controllo da parte del management. Essa può essere anche dovuta alla opacità delle istituzioni finanziarie, che rende difficile definirne il valore in base alle informazioni di bilancio disponibili. Il rischio che l'instabilità si trasmetta da una istituzione all'altra attraverso fenomeni di contagio rende inoltre particolarmente importante il superamento degli ostacoli di tipo informativo al controllo del rischio e anche la definizione di norme che disciplinino l'attività svolta dagli intermediari. Il processo di controllo del rischio può dunque essere distinto concettualmente in tre diversi momenti secondo che venga assolto dall'impresa stessa, dal mercato o direttamente dalle autorità di vigilanza.

15. Il primo presidio della stabilità risiede nell'impresa stessa, la cui direzione dev'essere il luogo di origine di ogni iniziativa, di selezione dei metodi di analisi e gestione del rischio, e quindi anche di valutazione delle implicazioni di un portafoglio di derivati. Il mercato, come centro di scambio e di diffusione dell'informazione, dove le scelte e le situazioni dell'impresa vengono divulgate e giudicate dal pubblico, costituisce il secondo presidio: esso rappresenta un momento di sintesi tra esigenze differenziate dei diversi soggetti interessati all'impresa stessa. Un'adeguata e tempestiva informazione al pubblico in materia di gestione del rischio è quindi il presupposto perché investitori, depositanti, clienti, creditori, controparti possano imporre all'impresa una disciplina effettiva. Il necessario complemento dei controlli interni e della disciplina di mercato – il terzo presidio della stabilità delle istituzioni – è rappresentato dall'azione delle stesse autorità di regolamentazione. In una concezione *market friendly* dei controlli, che sempre più sta affermandosi, l'obiettivo delle autorità pubbliche deve essere il potenziamento dei meccanismi di controllo dell'impresa e del mercato e il contenimento a un minimo fisiologico dei vincoli diretti di tipo prudenziale sull'operatività delle istituzioni finanziarie.

Coerentemente con questo schema, le iniziative di tipo microprudenziale per il contenimento dei rischi derivanti dall'attività in prodotti derivati possono essere ricondotte a tre direttrici principali: il rafforzamento degli strumenti di gestione del rischio e di controllo interno; il potenziamento delle informazioni fornite al mercato; la definizione di requisiti prudenziali minimi.

16. Prima di compiere una breve rassegna dei lavori svolti, e in corso, lungo ciascuna di queste direttrici, occorre sottolineare due punti. In primo luogo l'esigenza, che si è venuta sempre più affermando, di uniformità della regolamentazione. Il suo presupposto può enunciarsi così: la stabilità finanziaria stessa rischia di venire compromessa, anziché rafforzata, se le regole microprudenziali non sono, per le medesime operazioni (nel nostro caso, i derivati), uniformi nei diversi luoghi geografici e per le diverse istituzioni. Questa esigenza ha fatto superare un assetto – prevalente ancora pochi anni orsono – quasi esclusivamente fondato sulla specializzazione geografica e funzionale dell'autorità di controllo, imponendo una stretta collaborazione tra le autorità dei diversi paesi preposte alla vigilanza bancaria e quelle responsabili del controllo degli intermediari e dei mercati mobiliari.

Il secondo punto da sottolineare è che la vigilanza prudenziale non è strutturata per tipo di *strumenti*, bensì per tipo di *rischio*: rischio di credito, di prezzo (o di mercato), di regolamento, legale, e via dicendo. Perciò un'ampia parte delle disposizioni di vigilanza rilevanti per i prodotti derivati non sono intestate a tali prodotti, ma sono riferite a categorie di rischio che si applicano a varie operazioni finanziarie, comprese quelle in derivati. Ciò può rendere non immediatamente visibile l'ampiezza delle disposizioni di vigilanza che interessano i derivati.

17. I controlli interni: la loro cruciale importanza, tante volte sottolineata dalle autorità di vigilanza, ha trovato drammatica conferma in occasione del fallimento della banca Barings. Un documento contenente linee guida per le direzioni aziendali in materia di gestione dei rischi delle operazioni in derivati era stato pubblicato dal Comitato di Basilea nel luglio 1994, contestualmente ad analoghe direttive

emanate dall'organismo internazionale di controllo degli intermediari e dei mercati mobiliari (IOSCO). Esso raccomanda: un'attenta sorveglianza da parte dei consigli d'amministrazione e dell'alta direzione delle banche; la predisposizione di adeguate procedure di misurazione del rischio; la fissazione di limiti alle esposizioni coerenti con tali procedure; un monitoraggio costante dei rischi stessi; frequenti segnalazioni alla direzione; separazione tra responsabilità operative e responsabilità di controllo. Il documento è diretto alle autorità di vigilanza dei diversi paesi. È stato diffuso anche in Italia, dove è usato come punto di riferimento dalla Vigilanza.

18. In materia di presidi alla stabilità collocati al livello dell'impresa, un secondo aspetto critico è costituito dalle regole contabili necessarie a fornire un'adeguata rappresentazione del valore patrimoniale dell'impresa. La caratteristica dei derivati di unire spesso un valore di mercato nullo al momento della stipula del contratto a una rischiosità anche molto elevata rende infatti del tutto inadeguate le tradizionali rappresentazioni contabili e per questo solo fatto accresce i rischi. Affronta questo problema la proposta di Robert Merton di introdurre, a fianco della contabilità tradizionale, un *risk accounting*, cioè metodi di aggiustamento delle poste patrimoniali in relazione alla loro rischiosità. La definizione di appropriati metodi di misurazione è condizione necessaria per un'adeguata valutazione delle diverse forme di attività e, in definitiva, per una corretta allocazione del capitale aziendale alle diverse forme di impiego.

19. I controlli del mercato: l'efficacia con la quale il mercato può contribuire alla stabilità, esercitando una disciplina sugli intermediari, è funzione del volume e della qualità dell'informazione che riceve. Sull'attività in derivati: per lungo tempo tale informazione è stata inadeguata e disomogenea e in parte lo è ancora oggi.

Muovendo da queste premesse, i paesi del Gruppo dei Dieci hanno assunto importanti iniziative miranti a migliorare l'informazione offerta a terzi (*disclosure*). In particolare, il Comitato di Basilea ha emanato giorni fa un documento, elaborato congiuntamente con lo IOSCO, nel quale si passano in rassegna – per 67 grandi banche internazionali e 12 società di investimento – le informazioni rese al pubblico

sull'attività svolta nel campo dei derivati nel 1994. Il documento contiene interessanti confronti tra i paesi e tra i singoli istituti, 8 dei quali sono banche italiane. Il documento riconosce che la qualità dell'informazione contenuta nei bilanci e nelle relazioni sul 1994 è migliorata rispetto all'anno precedente, ma nota che rimangono significative disomogeneità nella qualità, nella quantità e nel metodo dell'informazione; esso formula raccomandazioni per la redazione dei bilanci sul 1995.

20. La terza via lungo la quale si persegue la stabilità delle istituzioni è rappresentata dalle regole di vigilanza di tipo tradizionale. Oggi, la principale di tali regole si configura come norma sull'adeguatezza patrimoniale a fronte dei rischi di credito e di mercato.

Una compiuta trattazione di quest'ampia materia eccederebbe i limiti di un "ordine del giorno annotato". Mi limito a pochi cenni. Dalla seconda metà degli anni ottanta, per una iniziativa del Comitato di Basilea rapidamente condivisa dalla Comunità europea, la vigilanza prudenziale sulle banche ha definito e rafforzato, in tutti i principali paesi, il ricorso a requisiti minimi di capitale definiti in relazione ai rischi assunti attraverso le poste di bilancio e quelle fuori bilancio; tra queste ultime, in primo luogo, i derivati. I coefficienti patrimoniali sono stati fissati in relazione ai rischi di credito, ma subito dopo è stato avviato un complesso lavoro per estenderne l'applicazione, secondo tecniche appropriate, ai rischi di mercato. Non occorre sottolineare quanto importanti siano i rischi di mercato – cioè i rischi di perdite dovute alle oscillazioni dei prezzi piuttosto che all'inadempienza della controparte – per strumenti, come i derivati, sui quali è intensa l'attività di trading. Quel lavoro ha portato alla Direttiva comunitaria 93/6 in materia di rischi del portafoglio di negoziazione delle banche e delle imprese di investimento, la cui tecnica era mutuata da una proposta elaborata dal Comitato di Basilea.

21. Nel Comitato di Basilea i lavori sono continuati e hanno messo capo, nell'aprile di quest'anno, a una nuova proposta di definizione dei requisiti patrimoniali che contiene un elemento fortemente in-

novativo. Essa infatti prevede che il calcolo dei coefficienti patrimoniali per la quantificazione dei requisiti di capitale sui rischi di mercato possa essere fatto, da parte degli operatori più sofisticati, sulla base dei modelli internamente adottati, a condizione che siano rispettati determinati criteri quantitativi e qualitativi. Il ricorso ai modelli interni riconosce che gli operatori più organizzati hanno ormai sviluppato procedure di misurazione del rischio più accurate rispetto al metodo standard definito tre anni fa e recepito in sede comunitaria, ed evita oneri e distorsioni nei calcoli di convenienza che deriverebbero dall'utilizzo, per fini di vigilanza, di sistemi di gestione del rischio fortemente diversi da quelli interni. Un vantaggio rilevante della nuova impostazione è di prevedere stretti collegamenti tra la fase organizzativa e quella di valutazione del rischio all'interno dell'azienda: il controllo volto a prevenire situazioni di instabilità non può sostanzarsi infatti soltanto nell'imposizione di un requisito patrimoniale, ma richiede anche di valutare i sistemi interni aziendali e le politiche seguite.

22. L'Italia nella definizione di adeguati requisiti patrimoniali a fronte dei rischi di mercato, cui sono tipicamente esposti i soggetti che maggiormente operano in prodotti derivati, è stata all'avanguardia nel contesto internazionale. Gli schemi in discussione presso il Comitato di Basilea e previsti dalla Direttiva comunitaria per l'inizio del 1996 sono stati applicati alle SIM fin dal 1992 e, da quest'anno, sono stati applicati anche alle banche.

Il quadro che emerge dall'osservazione dell'industria finanziaria italiana sotto il profilo microprudenziale è quello di un delicato momento di transizione. L'approccio tradizionale al monitoraggio dei rischi insiti nell'area finanza – fondato su limiti quantitativi che, nel migliore dei casi, costituiscono solo un'approssimazione delle potenziali perdite rivenienti dalle posizioni assunte – è ancora di gran lunga quello più diffuso nel mondo bancario. È, tuttavia, crescente l'impegno delle diverse istituzioni a dotarsi di migliori strumenti di valutazione e a rivedere l'organizzazione interna in funzione di un controllo più coordinato e tempestivo dei rischi finanziari.

V. Il funzionamento dei mercati

23. I profili di interesse pubblico che riguardano il funzionamento dei mercati dei derivati sono molteplici. Ne esaminerò brevemente tre, che mi paiono avere particolare importanza. Il primo di essi riguarda i rapporti tra il segmento a pronti e quello a termine di una stessa attività. Il secondo è inerente alla struttura organizzativa del mercato e alle sue implicazioni sulle modalità di negoziazione: il tema organizzativo assume connotati particolari per i mercati italiani, dove esistono vincoli normativi che ne limitano fortemente la capacità di modernizzazione. Il terzo riguarda i rapporti tra gli intermediari e la loro clientela.

24. Prima questione: l'impatto dei derivati sul mercato del prodotto sottostante. Il tema è oggetto di una vasta letteratura. Soprattutto nel periodo più recente, vari studi delle autorità monetarie e di vigilanza dei principali paesi, e diversi gruppi di lavoro costituiti nell'ambito degli organismi internazionali, sembrano aver dato concorde sostegno alla tesi di chi ritiene che prevalgano gli effetti positivi degli strumenti derivati sul mercato sottostante (1). I mercati dei *futures* e delle opzioni, grazie alla loro grande liquidità, all'elevata visibilità dei prezzi che vi si formano e alla loro capacità di reagire rapidamente a nuove informazioni costituiscono, secondo tale tesi, un punto focale della trasmissione degli impulsi informativi, forniscono uno strumento a basso costo per la copertura dei rischi e la loro riallocazione ai soggetti più disposti ad accettarli, tendono, per il tramite di operazioni di arbitraggio, a far aumentare la liquidità sul segmento a pronti.

25. Il motivo di preoccupazione frequentemente espresso, tuttavia, è che la presenza di strumenti derivati possa accrescere la volatilità dei prezzi delle attività sottostanti: è una preoccupazione espressa da osservatori del mondo finanziario, da operatori del settore ed è spesso condivisa dalle stesse banche centrali. Va detto, al riguardo, che i numerosi studi empirici effettuati per verificare la fondatezza di questi timori non sono giunti a conclusioni certe. La presenza di specifici impulsi destabilizzanti dal mercato dei prodotti derivati a quello dei titoli sottostanti è stata analizzata soprattutto in relazione alla crisi

dell'ottobre 1987, quando il calo del comparto a termine aveva innescato operazioni di arbitraggio e trascinato al ribasso il mercato a pronti. Il rapporto della Commissione Brady ebbe però modo di chiarire come gli scostamenti tra quotazioni a pronti e a termine realizzatisi in quella circostanza fossero stati almeno in parte provocati da una insufficiente velocità dei sistemi di esecuzione degli ordini sul mercato a pronti. In linea generale si può affermare che le diversità tra le dinamiche di prezzo dei derivati e del titolo sottostante sono dovute al fatto che i primi anticipano i movimenti dei secondi grazie alla loro maggiore liquidità. Si potrebbe argomentare che senza i derivati gli ordini di vendita si riverserebbero direttamente sul mercato a pronti rendendolo più volatile.

26. Alla volatilità dei mercati è collegata la questione dei sistemi automatici di acquisto o di vendita che si sono diffusi negli anni ottanta, come il *program trading*, o le strategie di *stop loss*. La crisi dell'ottobre 1987 ha fatto emergere come, in presenza di siffatti meccanismi, siano possibili avvistamenti dei prezzi e ha indotto a coordinare le forme di regolamentazione delle contrattazioni sui mercati a pronti e *futures* come le procedure di interruzione degli scambi, note sotto il nome di *circuit breakers*, introdotte per consentire agli operatori di valutare con maggior calma l'andamento dei prezzi (processi di *price discovery*).

27. Un secondo aspetto della tematica del funzionamento dei mercati riguarda i rapporti tra i vari tipi di mercati derivati, in particolare tra quelli organizzati e quelli *over-the-counter* - OTC. La differenza tra i due tipi non è sempre facile da cogliere, né esiste un rigoroso criterio di classificazione elaborato dalla teoria; ma ai fini di questa lezione direi che essa può essere ricondotta alla presenza o meno di un soggetto-mercato, dotato di una propria struttura organizzata, capace di disciplinare le modalità di scambio e di fornire un luogo, fisico o telematico, dove si possono svolgere le contrattazioni.

(1) Si ricordano, in particolare, i seguenti contributi: Comitato per le eurovalute, *Macroeconomic and Monetary Policy Issues raised by the Growth of Derivatives Markets*, Basilea, 1994; Global Derivatives Study Group, *Derivatives: Practices and Principles*, Washington D.C., Group of Thirty, 1993.

I mercati regolamentati e OTC possono essere paragonati, rispettivamente, a quelli degli abiti confezionati e su misura. Tra gli uni e gli altri esistono forti interrelazioni. Spesso, ad esempio, i *market makers* su strumenti OTC, pur di servire la propria clientela, assumono posizioni che coprono tramite contratti di segno inverso sui mercati regolamentati: gli *swap desks* fanno così ampio ricorso ai *futures*, soprattutto sui tassi a tre mesi, mentre i *market makers* in opzioni OTC bilanciano le proprie esposizioni in volatilità sui mercati organizzati.

28. Nei rispettivi ambiti di applicazione, entrambe le forme di mercato hanno avuto, negli ultimi anni, uno sviluppo straordinario: e poiché, anche negli ordinamenti più orientati a una impostazione privatistica, i mercati sono entità che la legge non ignora del tutto, bisogna interrogarsi sui rispettivi costi e benefici.

I mercati organizzati, ai quali si riferiscono in modo prevalente le argomentazioni precedenti, presentano indubbiamente caratteristiche di maggior trasparenza e liquidità rispetto ai mercati OTC. Offrono anche maggiore sicurezza nell'area del regolamento per la presenza tipica, nei mercati organizzati dei *futures* e delle *options*, di una cassa di compensazione che elimina il rischio di controparte e limita fortemente i rischi di inadempienza e la loro propagazione nel sistema: sugli aspetti del regolamento mi soffermerò in seguito.

I mercati OTC contrappongono alla standardizzazione la possibilità di personalizzare le caratteristiche finanziarie degli strumenti scambiati. Nei sistemi finanziari più sviluppati convivono sui due tipi di mercato contratti simili per le stesse attività sottostanti – quali i *futures* e i *forward* – rivolti a clientela dalle esigenze diverse. Sui mercati OTC vengono inoltre negoziati strumenti diversi dai *futures* e dalle opzioni: vari tipi di *swaps*, strumenti quali i *caps* e i *floor*, le cui caratteristiche finanziarie possono essere assimilate a una serie di contratti di opzione o *forward*, o altri strumenti ancora.

Qualunque mercato, per essere tale, ha bisogno di un minimo di standardizzazione. Sui mercati OTC la standardizzazione viene ricercata nelle condizioni contrattuali, mediante l'utilizzo di contratti-tipo, o

nella fase di contrattazione, per esempio attribuendo il ruolo di *market makers* ad alcuni operatori che si impegnano a quotare prezzi in denaro e in lettera sulle pagine Reuters.

29. Per le loro caratteristiche, i mercati OTC sono quelli su cui si appuntano le maggiori preoccupazioni delle autorità pubbliche e di cui, talvolta, si auspica il riassorbimento in mercati organizzati e regolamentati. Credo che questa non sia una prospettiva realistica. Vi sono tipologie di prodotti, di scambi, di operatori per i quali la contrattazione *over-the-counter* continuerà a essere la più efficiente, anche se il processo della standardizzazione non si arresta mai e ogni mercato OTC funge, per così dire, da predecessore di un mercato organizzato. Né sono più concepibili forme di obbligo alla concentrazione degli scambi. I mercati OTC pongono problemi non facili, ma sono anche il terreno più fertile per l'innovazione, nonché quelli atti a offrire le modalità più efficienti per lo svolgimento di scambi che necessitano la personalizzazione delle condizioni contrattuali.

30. In Italia, l'attività dei mercati risente ancora oggi di un'impostazione fortemente dirigistica, concepita più di sessant'anni fa, che ha ostacolato l'evolversi delle forme organizzative e il loro adeguamento alle mutate necessità degli operatori e in più occasioni ha favorito una migrazione delle negoziazioni verso l'OTC o verso i mercati esteri. A tali vincoli può essere ricondotta l'esistenza di due distinti mercati dei *futures* e delle *opzioni*, il MIF e l'IDeM, collegati ai rispettivi mercati sottostanti e disciplinati da due diverse autorità. Questo nostro assetto costituisce un'eccezione tra i maggiori paesi industriali e ha comportato una duplicazione dei costi di istituzione e di funzionamento, data l'esistenza di due circuiti telematici per le contrattazioni.

31. L'occasione storica per rivedere l'impianto normativo e per rendere più semplice e razionale l'organizzazione dei nostri mercati mobiliari è costituita dalla definizione del Testo unico sull'intermediazione mobiliare. È prevedibile e auspicabile che gli operatori possano assumere un ruolo centrale, oltre che nell'area della negoziazione, in quella dell'organizzazione dei mercati e degli scambi, che essi abbiano la libertà di istituire nuovi mercati, di rivedere

l'assetto di quelli esistenti, di disciplinare le modalità di negoziazione. Se così sarà gli operatori potranno integrare il MIF e l'IDeM in un unico mercato nazionale dei prodotti derivati, promuovendone la competitività e l'efficienza attraverso accordi con i mercati a pronti e forme di collaborazione con i mercati esteri.

32. Un terzo significativo profilo di interesse pubblico riguarda, infine, i rapporti tra intermediari e loro clientela. È una problematica che assume rilievo soprattutto per i prodotti derivati negoziati sui mercati OTC, le cui caratteristiche di "abito su misura" rendono difficile una valutazione di tutti i rischi connessi all'apertura di posizioni: le difficoltà sono solo in parte mitigate dal fatto che su questi strumenti opera in modo quasi esclusivo una clientela professionale. Esistono anche, per gli intermediari, potenziali conflitti di interesse perché le provvigioni derivanti dalla vendita alla clientela di prodotti dalle caratteristiche complesse, negoziati sui mercati OTC, sono maggiori di quelle ottenibili dallo svolgimento di negoziazioni per conto terzi sui mercati organizzati.

33. Negli Stati Uniti, la complessità della materia e il contenzioso giudiziario apertosi tra intermediari e loro clienti in alcuni casi che hanno interessato la cronaca hanno spinto vari soggetti a elaborare, nel corso del 1995, codici di condotta. Il primo, le cui prescrizioni dovrebbero essere seguite, su base volontaria, dagli intermediari in prodotti derivati, è stato predisposto dalla Federal Reserve Bank of New York. Altri due codici deontologici sono stati elaborati da un gruppo composto dalle sei principali *investment banks* (il Derivatives Policy Group – DPG), e dalla International Swaps and Derivatives Association – ISDA. Questi codici si propongono di aumentare la trasparenza dell'operato degli intermediari e di assicurare che venga fornita un'informativa completa agli investitori riguardo ai rischi degli strumenti derivati, evitando così la possibilità che nascano vertenze. Il codice del DPG introduce in particolare il concetto di *suitability* dei rapporti tra clientela e intermediario, prevedendo diversi livelli di informativa a seconda che i clienti scelgano di dichiararsi, all'inizio dell'operazione, professionali o non professionali. Si tratta di iniziative particolarmente op-

portune per integrare la normativa di vigilanza che non può, senza causare rigidità e costi eccessivi, disciplinare in modo compiuto la materia.

Anche in Italia è importante che gli intermediari facciano un'attenta selezione della clientela, accertandosi che essa sia al tempo stesso consapevole dei rischi assunti e che fornisca adeguate garanzie per coprirli; quest'ultimo aspetto assume rilievo per la stabilità degli intermediari stessi, che non devono rischiare di assumere perdite su operazioni svolte per conto di terzi.

VI. Il problema del regolamento

34. Le problematiche del regolamento, o del *settlement*, delle transazioni in prodotti derivati costituiscono il terzo campo che presenta profili di pubblico interesse, particolarmente rilevanti per le banche centrali. Esse differiscono notevolmente da quelle relative ai mercati a pronti. Poiché i derivati sono contratti di natura differenziale, il regolamento normalmente si risolve in flussi di denaro senza consegna di titoli e non si pone il problema ben noto e delicato della contestualità di due prestazioni (*delivery versus payment*). Ma per essi sorge un altro problema, certo non meno complesso, derivante dal fatto che, a differenza delle contrattazioni a pronti, per la maggior parte dei prodotti derivati l'importo delle reciproche obbligazioni e il segno stesso di esse non sono noti quando si stipula il contratto. Ne derivano elementi di incertezza che rendono particolarmente delicata l'assunzione di un rischio di controparte e che possono avere riflessi molto rilevanti nella fase del regolamento. Le questioni poste dalla presenza di tali rischi si pongono in modo del tutto diverso per i mercati organizzati e per quelli OTC. Le due tipologie vanno perciò esaminate separatamente.

35. Nei mercati organizzati la gestione del rischio di controparte avviene attraverso le modalità stesse di partecipazione al mercato e per mezzo di una "cassa di compensazione" (*clearing house*), che è parte integrante di ogni mercato organizzato per tali prodotti. La cassa di compensazione si interpone come controparte centrale tra acquirente e venditore dei contratti, assumendo la funzione di garante centrale del buon fine delle transazioni.

Presupposto fondamentale perché questo schema sia attuabile è la completa standardizzazione dei contratti che consente la compensazione multilaterale e la sostituzione di una serie di esposizioni bilaterali, generate dalle transazioni condotte con le singole controparti, con l'esposizione netta nei confronti del mercato (esposizione multilaterale). L'esposizione netta, generalmente definita posizione aperta, costituisce la quantità su cui la cassa raccoglie i margini da entrambe le controparti del contratto e conduce le operazioni di valutazione giornaliera del rischio sulla base di criteri prestabiliti. Il meccanismo nel suo complesso assicura la neutralità della cassa rispetto ai movimenti di prezzo (per definizione, infatti, quantità e prezzo dei contratti "acquistati" dalla cassa eguagliano quantità e prezzo dei contratti "venduti") e svincola il buon fine dei contratti dalle vicende delle controparti originarie. Qualora uno dei due soggetti risultasse inadempiente, infatti, la cassa liquiderebbe la sua posizione rivalendosi, per le eventuali perdite, sui margini depositati dall'inadempiente.

Di solito, nei mercati organizzati solo alcuni dei soggetti ammessi alle negoziazioni possono liquidare direttamente le posizioni operando in diretta contropartita della cassa di compensazione. Vengono infatti ammesse solo le categorie di intermediari che, per caratteristiche patrimoniali o per capacità di accesso al credito bancario, danno maggiori garanzie di saper far fronte con prontezza alle proprie obbligazioni o a quelle dei soggetti rappresentati. Da ciò deriva la tradizionale suddivisione tra aderenti indiretti, abilitati a negoziare ma non a liquidare in proprio, aderenti individuali, abilitati a liquidare direttamente le proprie posizioni, e aderenti generali, abilitati a regolarsi sia i propri contratti sia quelli degli aderenti indiretti.

36. Del tutto diversa è la problematica del regolamento nei mercati *over-the-counter*. Poiché, come si è visto, in essi manca un analogo livello di standardizzazione, manca anche la possibilità di effettuare la compensazione multilaterale delle transazioni e, conseguentemente, di gestire il rischio di controparte su base centralizzata. Per i prodotti OTC diventa così essenziale l'accuratezza con cui si valuta l'affidabilità della controparte al fine di limitare i rischi di inadempienza. Si tratta di un procedimento

complesso e articolato, che richiede l'impegno delle funzioni aziendali sia nella definizione dell'affidamento delle singole controparti, cioè del limite massimo di esposizione per ciascuna di esse, sia nel monitoraggio di queste esposizioni nel corso della durata dei contratti. La corretta valutazione del rischio di controparte rappresenta un presupposto necessario dell'attività dei mercati OTC, anche in considerazione degli strumenti che solitamente vengono utilizzati per contenere le esposizioni contrattuali: regolamenti infra-periodo dei flussi finanziari maturati, automatica cancellazione dei contratti al raggiungimento di un certo valore di mercato con relativa liquidazione dei flussi, collateralizzazione. A differenza dei mercati regolamentati, dove le modalità seguite per il regolamento delle transazioni sono compiutamente definite, sui mercati OTC il *settlement* avviene sulla base di modalità individuate bilateralmente e avvalendosi dei normali canali di pagamento utilizzati per i mercati "a contante".

37. In Italia, la *clearing house* dei prodotti derivati scambiati sui mercati organizzati è la Cassa di compensazione e garanzia, istituita dalla legge n.1 del 1991. Essa assicura il buon fine delle transazioni agendo come controparte centrale dei contratti stipulati e raccogliendo margini (in titoli di Stato e in contante) da ciascuno degli aderenti. Per i contratti OTC, invece, si ricorre normalmente ad accordi contrattuali tipo (*master agreements*) che considerano giuridicamente vincolante tra le parti la compensazione bilaterale delle obbligazioni monetarie, quando esse si concretizzano in flussi di pagamento di segno opposto di pari scadenza. Gli operatori, tuttavia, possono anche accordarsi per il regolamento individuale dei flussi monetari derivanti dal singolo contratto, per Stanza o per corrispondenza.

38. Lo sviluppo delle transazioni sui mercati OTC e le preoccupazioni per la loro stabilità e per quella dei soggetti partecipanti stanno spingendo autorità e intermediari a considerare con attenzione la possibilità di istituire una cassa di compensazione anche per questi contratti, in considerazione dei vantaggi che offrono i sistemi centralizzati di garanzia: personalizzazione delle transazioni con conseguente riduzione del rischio di controparte, sicurezza dei regolamenti, definizione delle procedure per la chiu-

sura delle posizioni degli intermediari inadempienti, standardizzazione delle procedure di gestione delle garanzie. Ovvvia condizione da rispettare affinché la realizzazione di una *clearing house* porti a una riduzione del rischio di controparte piuttosto che, paradossalmente, a un aumento del rischio sistemico è che le garanzie da essa raccolte siano quantitativamente adeguate ai rischi coperti e, sul piano qualitativo, prontamente liquidabili; in caso contrario, l'incapacità di una *clearing house* di far fronte ai propri impegni in caso di inadempienza di un intermediario porterebbe a ripercussioni di estrema gravità.

In alternativa a una cassa di compensazione, sui mercati OTC si possono istituire organismi che si occupano solo di gestire le garanzie fornite dalle controparti, senza assicurare in proprio il buon fine dei contratti (Derivatives Collateral Manager - DCM). Questi organismi hanno il compito di agire come terza parte, neutrale rispetto ai contraenti, fornendo servizi quali la misurazione delle posizioni aperte, la valutazione delle garanzie, la gestione dei loro trasferimenti, senza assumere tuttavia alcun rischio in merito al buon fine dell'operazione. Organismi di questo tipo sono oggi in corso di realizzazione negli Stati Uniti.

VII. Le implicazioni per la politica monetaria

39. I prodotti derivati modificano l'ambiente in cui opera la politica monetaria e possono influenzarne le modalità di attuazione in tre modi: modificando il meccanismo di trasmissione, accrescendo la quantità di informazioni disponibili, ampliando le opportunità d'intervento delle banche centrali sui mercati. In primo luogo, la presenza di mercati derivati sviluppati facilita la trasmissione delle variazioni dei rendimenti su diverse scadenze. La presenza su questi mercati di operatori capaci di reagire prontamente all'informazione disponibile e altamente propensi all'arbitraggio riduce le anomalie nella configurazione dei tassi, accrescendo il loro valore segnaletico, e amplifica la reazione dei tassi a lunga scadenza a mutamenti delle aspettative. Una politica monetaria credibile, capace di influire sulle attese di quegli operatori può risultare pertanto più efficace nell'influen-

zare i rendimenti a pronti sulle scadenze più lontane. Un effetto analogo può verificarsi anche nel mercato azionario; l'esistenza di prodotti derivati riferiti a panieri di titoli può facilitare la trasmissione degli effetti della politica monetaria sulla generalità delle quotazioni a pronti. La ricerca empirica ha ripetutamente dimostrato che i mercati *futures* tendono a esercitare una funzione di guida sui prezzi degli strumenti finanziari sottostanti.

40. Accrescendo la sostituibilità fra attività e passività finanziarie, i derivati possono contribuire, per contro, a rendere più instabili le relazioni che legano gli aggregati finanziari (moneta, credito) agli obiettivi finali della banca centrale. Ciò può avere una duplice influenza sulla politica monetaria. In primo luogo, può ridurre l'utilità dei tradizionali indicatori e obiettivi quantitativi intermedi, di cui sovente le banche centrali si servono: si pensi, ad esempio, agli aggregati monetari ampi, che comprendono depositi bancari a tempo o certificati di deposito a scadenza breve; se esistono mercati attivi di titoli, a pronti e *futures*, i suddetti strumenti possono essere facilmente surrogati da prodotti sintetici, costruiti effettuando transazioni di segno opposto a pronti e a termine. I confini della moneta possono diventare, così, evanescenti.

In secondo luogo, i canali di trasmissione della politica monetaria che dipendono dall'imperfetta sostituibilità fra strumenti finanziari tendono a perdere efficacia; è il caso, ad esempio, del cosiddetto canale creditizio, su cui si è concentrata così ampia parte della letteratura recente sulla politica monetaria. Nella misura in cui i prodotti derivati consentono di accrescere la sostituibilità fra credito bancario e titoli, sia nell'attivo bancario sia nel finanziamento delle imprese, il canale creditizio tende a perdere rilevanza. Per esempio, il rischio di un investimento in titoli emessi dalle imprese può essere fronteggiato, per la componente relativa all'andamento del mercato, tramite *futures* di borsa, e, per la componente specifica di ciascuna impresa, attraverso l'uso di derivati sulle specifiche azioni. Nella realtà italiana, il ricorso a fonti di finanziamento non bancario è ancora troppo esiguo perché l'impatto esercitato dalla diffusione dei derivati possa essere elevato. In prospettiva, la diffusione di strumenti di copertura potrebbe, tutta-

via, esercitare effetti non secondari sui canali di finanziamento alle imprese.

41. I derivati offrono anche alla banca centrale l'opportunità di ampliare il numero e migliorare la qualità degli indicatori e delle informazioni disponibili. Si pensi, in particolare, ai *futures* e alle opzioni. Per i primi, la presenza di contratti su tassi e titoli con diverse scadenze fornisce indicazioni sulle aspettative circa l'evoluzione futura dei tassi, in aggiunta a quelle ricavabili dalla struttura dei rendimenti a pronti. Per esempio, i tassi *futures* sul mercato dell'euro lira contengono informazioni sui tassi a termine che, data la liquidità del mercato, possono essere di qualità superiore rispetto ai tassi impliciti desunti dall'osservazione dei tassi a pronti.

I contratti di opzione forniscono, inoltre, informazioni sulla volatilità attesa dei prezzi degli strumenti finanziari, altrimenti non direttamente disponibili; i prezzi delle opzioni consentono così di "osservare" direttamente il grado di incertezza presente sui mercati finanziari. Tale informazione può rivelarsi preziosa in molte circostanze; essa consente, ad esempio, di isolare nei movimenti dei tassi di interesse a lungo termine la componente legata alle aspettative di inflazione da quella che riflette i premi per il rischio di oscillazione dei prezzi dei titoli.

42. I derivati possono, infine, costituire utili strumenti operativi per le banche centrali dal momento che consentono, rispetto agli strumenti a pronti, di intervenire con limitato impiego di capitale e in forma "sterilizzata", cioè senza influenzare direttamente l'offerta di base monetaria. L'intervento sui prodotti derivati, ad esempio sul mercato dei cambi o dei titoli, può essere più efficace dell'analogo intervento a pronti se, come mostra la letteratura, i prezzi dei derivati tendono a svolgere una funzione di guida sui prezzi degli strumenti tradizionali. La pratica di intervento sui mercati a termine ha, nella storia della Banca d'Italia, antecedenti che risalgono agli anni venti; negli anni più recenti la Banca ha esteso la sua operatività sul segmento dei derivati in titoli di Stato, pur mantenendola su un livello complessivamente molto contenuto.

VIII. Sintesi e conclusioni

43. Le autorità monetarie e di vigilanza considerano con grande attenzione lo sviluppo dei prodotti derivati con il duplice intento di favorire i guadagni di efficienza che essi promettono e di salvaguardare la stabilità del sistema finanziario. Esse non intendono demonizzare i derivati, o impedirne lo sviluppo. Sono consapevoli che l'attività economica è intrinsecamente rischiosa e che i derivati danno un grande contributo alla delimitazione e alla scelta dei rischi, secondo le preferenze degli operatori: non generano nuovi rischi ma permettono una migliore distribuzione di quelli esistenti.

44. Tuttavia la grande complessità delle tecniche usate per i derivati e la straordinaria rapidità della loro espansione non sono state bilanciate da sufficiente consapevolezza dei rischi connessi al loro utilizzo. I pericoli che derivano da questo squilibrio e l'intrinseca rischiosità dei derivati impegnano perciò le autorità a definire i profili di pubblico interesse e le opportune linee di azione finalizzate a perseguirle.

I principali profili di pubblico interesse qui disegnati sono quello microprudenziale, che si riferisce alla stabilità delle singole istituzioni; macroprudenziale, connesso alla stabilità dei mercati; macroeconomico, riferito alla stabilità dell'intera economia. Le attività di controllo preposte a questi diversi profili sono la vigilanza prudenziale, il controllo dei mercati, la politica monetaria.

45. Il profilo microprudenziale evoca il pericolo che la gestione imprudente di una istituzione possa contagiare le altre fino a compromettere l'erogazione di importanti servizi finanziari. Si fronteggia questo pericolo innanzi tutto promovendo il rafforzamento dei sistemi di controllo interno delle stesse imprese finanziarie e potenziando la disciplina imposta dal mercato, ma anche imponendo vincoli di tipo prudenziale sull'operatività.

Lungo ognuna di queste tre linee si è operato recentemente nelle sedi internazionali di cooperazione tra le autorità di controllo, in particolare nel Comitato di vigilanza bancaria di Basilea. Si è anche realiz-

zata una più intensa collaborazione fra vigilanza bancaria e controllo degli intermediari e dei mercati mobiliari. Sono state elaborate e rese pubbliche linee direttive in materia di controlli interni e di informazione ai mercati (*disclosure*). È imminente l'estensione dai rischi di credito ai rischi di mercato dell'Accordo di Basilea del 1988 sui requisiti minimi di capitale.

46. Il secondo profilo, quello macroprudenziale, si articola in almeno tre aspetti di particolare rilevanza: il rapporto tra mercato derivato e mercato sottostante; il rapporto tra mercati regolamentati e quelli *over-the-counter* - OTC; la fase del regolamento.

Quanto al primo aspetto, si può dire che i mercati dei derivati sono più pronti nel registrare e nel trasmettere l'informazione e tendono ad accrescere la liquidità dei mercati sottostanti; l'effetto sulla volatilità dei prezzi appare ancora incerto. Quanto ai rapporti tra mercati organizzati e mercati OTC, emerge una spiccata complementarità tra i due; si auspica libertà per gli operatori di determinare gli assetti organizzativi dei mercati e le modalità di negoziazione; si raccomanda agli intermediari di ispirarsi a codici deontologici per un'appropriata tutela della clientela non professionale.

47. La fase del regolamento, infine, solleva, con riferimento ai derivati, l'importanza del rischio di controparte. Nei mercati regolamentati questo rischio è praticamente annullato dal ruolo di garante centrale della *clearing house*, dal meccanismo di raccolta dei margini che a essa fa capo, e dalla completa standardizzazione dei contratti. Sono elementi che mancano nei mercati OTC, dove pertanto sono cruciali la valutazione e la selezione delle controparti. In vari paesi si cerca oggi di estendere l'istituzione delle *clearing houses* anche ai mercati OTC, almeno a quelli più facilmente standardizzabili; in alternativa si promuovono organismi che almeno gestiscano le garanzie fornite dalle controparti, senza assicurare in proprio il buon fine dei contratti.

48. Il terzo profilo, infine, quello della stabilità macroeconomica, richiama le possibili influenze della diffusione dei derivati sulla politica monetaria. C'è

sicuramente un effetto sul meccanismo di trasmissione degli impulsi monetari, poiché i mercati dei derivati sono più liquidi e più reattivi e influenzano i mercati sottostanti alterando rapidamente la struttura dei tassi d'interesse secondo la scadenza. Altri effetti vengono individuati nella possibilità che, agevolando il finanziamento alternativo per le imprese, cioè quello diretto, i derivati riducano l'efficacia del canale creditizio, o nella possibilità che influiscano sulla domanda di moneta perché capaci di modificare le caratteristiche di liquidità degli altri strumenti finanziari e quindi i loro rapporti di sostituibilità con la moneta stessa.

La politica monetaria non sembra però diminuita nella sua efficacia dalla presenza dei derivati, dal momento che questi ultimi determinano una ridistribuzione del rischio di tasso, non un annullamento dello stesso. Pertanto si può solo argomentare che l'azione monetaria mantiene la sua efficacia, pur incidendo su categorie diverse di soggetti economici.

Importante e positivo è il contributo di informazione che i derivati danno alla politica monetaria, perché essi sono molto precisi nel misurare le aspettative del mercato sui livelli dei tassi e sulla variabilità dei prezzi delle attività finanziarie: si tratta di elementi conoscitivi utilissimi per guidare le autorità nelle loro decisioni di intervento sui mercati dei titoli e dei cambi. I derivati stessi, infine, possono essere strumento d'intervento da parte delle banche centrali che vogliono influenzare con efficacia le aspettative.

49. In conclusione, le banche centrali sentono profondamente la sfida lanciata dai prodotti derivati e operano perché il contributo da essi offerto al funzionamento del sistema finanziario venga assimilato in modo pieno e consapevole, con generale beneficio per l'efficienza e per la stabilità della realtà economico-finanziaria. Il divario più volte citato tra la grande diffusione dei derivati e l'insufficiente consapevolezza degli effetti e della portata di essi deve essere colmato anche con il contributo delle autorità monetarie e di vigilanza, le quali devono considerare i derivati non in sé, ma nella realtà finanziaria complessiva che essi hanno profondamente trasformato, intrecciandosi definitivamente con gli strumenti finanziari tradizionali.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- BANK OF ENGLAND (1993), *Derivatives: Report of an Internal Working Group*, aprile
- BANQUE DE FRANCE (1994), *The Derivatives Markets in France*, "Banque de France Bulletin Digest", n. 2, febbraio
- COMITATO DI BASILEA (1994), *Risk Management Guidelines for Derivatives*, luglio
- COMITATO DI BASILEA (1994), *Prudential Supervision of Banks' Derivatives Activities*, dicembre
- COMITATO DI BASILEA (1996), *Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risk*, gennaio
- COMITATO DI BASILEA, COMITATO TECNICO IOSCO (1995), *Framework for Supervisory Information on the Derivatives Activities of Banks and Securities Firms*, maggio
- COMITATO DI BASILEA, COMITATO TECNICO IOSCO (1995), *Public Disclosure of Banks' and Securities Firms' Trading and Derivatives Activities*, novembre
- COMITATO PER LE EUROVALUTE (1994), *Public Disclosure of Market and Credit Risks by Financial Intermediaries*, Basilea, settembre
- COMITATO PER LE EUROVALUTE (1994), *Macroeconomic and Monetary Policy Issues raised by the Growth of Derivatives Markets*, Basilea, novembre
- COMITATO PER LE EUROVALUTE (1995), *Issues of Measurement Related to Market Size and Macroprudential Risks in Derivatives Markets*, Basilea, febbraio
- COMITATO TECNICO IOSCO (1994), *Operational and Financial Risk Management Mechanism for Over-the-counter Derivatives Activities of Regulated Securities Firms*, luglio
- DERIVATIVES POLICY GROUP (1995), *Framework for Voluntary Oversight* (of the OTC derivatives activities of securities firms affiliated to promote confidence and stability in financial markets), marzo
- DEUTSCHE BUNDESBANK (1993), *Off-balance-sheet activities of German banks*, "Deutsche Bundesbank Monthly Report", ottobre
- FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK (1995), *Wholesale Transaction Code of Conduct*, gennaio
- U.S. GENERAL ACCOUNTING OFFICE (1994), *Financial Derivatives. Action Needed to Protect the Financial System*, "Report to Congressional Requesters", maggio
- GLOBAL DERIVATIVES STUDY GROUP (1993), *Derivatives: Practices and Principles*, Group of Thirty, luglio

Appendice

Serie statistiche

Congiuntura estera

- Tav. a1 — Prodotto lordo, deflatore e saldo delle partite correnti
- » a2 — Produzione industriale
 - » a3 — Prezzi al consumo
 - » a4 — Prezzi alla produzione dei manufatti
 - » a5 — Tassi d'interesse sui mercati monetari
 - » a6 — Tassi d'interesse e corsi azionari sui mercati finanziari
 - » a7 — Tassi d'interesse e premio/sconto del dollaro statunitense sui mercati internazionali
 - » a8 — Quotazioni delle principali valute e dell'oro
 - » a9 — Tassi di cambio effettivi nominali
 - » a10 — Tassi di cambio effettivi reali
 - » a11 — Tassi di cambio effettivi reali intra-UE
 - » a12 — Esposizione verso l'estero del sistema creditizio italiano

Congiuntura italiana

- Tav. a13 — Conto economico delle risorse e degli impieghi
- » a14 — Produzione industriale e indicatori d'opinione Isco
 - » a15 — Forze di lavoro, occupazione e disoccupazione
 - » a16 — Prezzi dei grossisti e al consumo
 - » a17 — Bilancia dei pagamenti
 - » a18 — Posizione della Banca d'Italia e dell'UIC verso l'estero

Moneta, credito e tassi d'interesse

- Tav. a19 — Formazione del fabbisogno del settore statale
- » a20 — Copertura del fabbisogno del settore statale
 - » a21 — Consistenza del debito del settore statale
 - » a22 — Base monetaria (*variazioni*)
 - » a23 — Base monetaria (*consistenze*)
 - » a24 — Base monetaria e operazioni della Banca d'Italia: medie di dati giornalieri
 - » a25 — Operazioni in titoli di Stato di BI-UIC
 - » a26 — Aste dei Buoni ordinari del Tesoro
 - » a27 — Acquisti pronti contro termine di titoli da parte della Banca d'Italia
 - » a28 — Acquisti pronti contro termine di valuta da parte della Banca d'Italia
 - » a29 — Operazioni in BOT in via definitiva della Banca d'Italia: metodo dell'asta competitiva
 - » a30 — Tassi ufficiali
 - » a31 — Tassi d'interesse
 - » a32 — Tassi d'interesse bancari
 - » a33 — Banche: principali voci di situazione
 - » a34 — Banche: impieghi e titoli
 - » a35 — Banche: depositi
 - » a36 — Banche: impieghi per branche di attività economica
 - » a37 — Fondi comuni mobiliari di diritto italiano: portafoglio titoli e patrimonio netto
 - » a38 — Attività di gestione patrimoniale
 - » a39 — Emissioni nette di valori mobiliari
 - » a40 — Condizioni di emissione dei BTP, CTE, CCT e CTZ
 - » a41 — Mercato mobiliare: rendimenti attesi e indici di capitalizzazione
 - » a42 — Moneta
 - » a43 — Attività liquide
 - » a44 — Attività finanziarie
 - » a45 — Credito
 - » a46 — Moneta (M2) e contropartite

AVVERTENZE

Le elaborazioni, salvo diversa indicazione, sono eseguite dalla Banca d'Italia.

Segni convenzionali:

- quando il fenomeno non esiste;
- quando il fenomeno esiste ma i dati non si conoscono;
- .. quando i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.

I dati riportati fra parentesi sono provvisori, quelli fra parentesi in corsivo sono stimati.

Le Note metodologiche alle tavole sono riportate alle pagg. 57a-64a.

Prodotto lordo, deflatore e saldo delle partite correnti

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada
Prodotto lordo reale (variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)							
1990	1,3	5,1	....	2,5	2,1	0,4	-0,2
1991	-1,0	4,0	....	0,8	1,2	-2,0	-1,8
1992	2,7	1,3	1,8	1,3	0,7	-0,5	0,8
1993	2,2	0,1	-1,2	-1,5	-1,2	2,3	2,2
1994	3,5	0,5	3,0	2,9	2,2	3,7	4,6
1995	(2,1)	....	....	....	....	(2,7)	....
1994 - III trim.	0,9	0,6	0,6	0,9	1,6	0,9	1,4
IV "	0,8	-1,1	0,6	1,0	..	0,7	1,1
1995 - I trim.	0,2	..	0,2	0,7	1,5	0,7	0,3
II "	0,1	0,6	1,1	0,2	-0,1	0,5	-0,2
III "	0,9	0,5	..	0,2	2,0	0,4	0,5
IV "	(0,2)	....	....	....	....	(0,5)	....
Deflatore del prodotto lordo (variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)							
1990	4,3	2,2	....	3,1	7,6	6,4	3,1
1991	4,0	2,7	....	3,3	7,7	6,5	2,9
1992	2,7	1,8	5,5	2,1	4,5	4,4	1,3
1993	2,6	0,7	3,7	2,5	4,3	3,3	1,0
1994	2,3	0,3	2,3	1,3	3,6	2,0	0,6
1995 .....	....	....	....	....	....	....	....
1994 - III trim.	0,6	-0,1	0,4	0,3	0,8	0,5	0,4
IV "	0,5	-0,3	0,6	0,4	1,1	0,7	0,2
1995 - I trim.	0,8	0,1	0,6	0,6	1,3	0,6	0,6
II "	0,6	-0,6	0,6	0,7	2,4	0,8	0,7
III "	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,4	0,4
IV " .....	....	....	....	....	....	....	....
Saldo delle partite correnti (miliardi di dollari; dati destagionalizzati)							
1990	-92,7	35,8	48,3	-10,0	-17,0	-33,5	-21,6
1991	-7,4	72,9	-18,7	-6,7	-23,5	-15,3	-23,6
1992	-61,6	117,6	-21,7	3,9	-28,1	-17,2	-21,6
1993	-99,9	131,4	-15,6	9,1	11,2	-16,6	-22,4
1994	-151,2	129,1	-21,7	8,1	15,5	-2,9	-16,4
1995 .....	....	110,4	....	....	....	....	....
1994 - III trim.	-39,7	31,7	-7,7	2,1	3,9	0,1	-3,3
IV "	-43,3	30,1	-10,2	1,3	4,2	-0,7	-2,9
1995 - I trim.	-39,0	28,8	-2,6	8,7	5,1	-1,4	-3,4
II "	-43,3	30,9	-3,4	4,7	7,8	-1,9	-3,5
III "	-39,5	29,6	-4,3	1,2	7,3	-2,1	-2,5
IV " .....	....	22,4	....	....	....	....	....

Produzione industriale

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada
1990 .....	..	4,1	....	1,5	0,1	-0,3	-3,3
1991	-1,8	1,8	....	0,3	-0,9	-3,7	-4,1
1992	3,5	-6,1	-2,5	-0,1	-0,2	-0,1	0,9
1993	3,5	-4,5	-7,4	-2,7	-2,4	1,9	4,6
1994	5,8	0,8	3,6	3,8	5,2	5,1	6,5
1995	3,3	3,3	1,0	2,3	....	2,3	....
1993 -IV trim.	1,3	-2,4	..	0,1	1,7	1,2	1,1
1994 -I trim.	2,1	1,4	0,9	0,9	1,1	1,0	1,0
II "	1,7	1,1	2,0	2,4	3,5	2,2	2,9
III "	1,1	1,5	1,4	2,1	2,9	1,4	2,6
IV "	1,5	2,0	1,5	-0,1	0,8	-0,1	1,8
1995 -I trim.	1,0	1,3	-1,6	0,8	-0,3	0,8	0,8
II "	-0,4	..	1,1	0,6	1,1	..	-0,5
III "	0,8	-2,3	-0,4	0,3	4,2	0,7	0,5
IV "	0,1	2,3	-1,3	-3,0	....	-0,1	....
1995 -Gen.	0,2	-1,3	-2,6	0,3	-3,7	-0,1	0,4
Feb.	-0,1	2,0	1,1	-1,2	0,4	0,6	-0,3
Mar.	0,2	1,4	-0,1	2,1	1,2	1,0	-0,8
Apr.	-0,4	-0,9	0,3	-1,5	0,7	-0,8	0,3
Mag.	-0,1	-0,5	1,5	1,9	-0,8	0,3	0,3
Giu.	0,1	-0,7	-1,4	-0,2	..	-0,4	-0,8
Lug.	0,1	-2,7	1,4	0,4	1,3	0,8	0,8
Ago.	1,0	2,5	-2,1	..	8,8	-0,1	0,3
Set.	0,1	-1,7	0,3	-1,9	-7,3	0,5	0,2
Ott.	-0,5	1,3	-2,1	-1,8	-0,8	-0,8	-0,3
Nov.	0,2	1,5	1,0	0,5	0,2	0,5	0,5
Dic.	0,2	0,8	2,1	-0,7	....	0,5	....
1996 -Gen.	-0,6	....	....	....	....	....	....

Prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada
1990	5,4	3,1	....	3,5	6,5	9,5	4,8
1991	4,2	3,3	....	3,2	6,3	5,9	5,6
1992	3,0	1,7	5,1	2,4	5,2	3,7	1,5
1993	3,0	1,3	4,5	2,1	4,5	1,6	1,8
1994	2,6	0,7	2,7	1,7	4,0	2,5	0,2
1995	2,8	-0,1	1,8	1,8	....	3,4	2,2
1993 -IV trim.	2,7	1,1	4,2	2,1	4,4	1,6	1,8
1994 -I trim.	2,5	1,2	3,0	1,7	4,3	2,4	0,6
II "	2,4	0,8	2,7	1,7	4,0	2,6	..
III "	2,9	..	2,7	1,6	3,8	2,3	0,2
IV "	2,7	0,8	2,6	1,6	3,9	2,6	..
1995 -I trim.	2,8	0,1	2,0	1,7	4,3	3,4	1,6
II "	3,1	..	1,9	1,6	5,2	3,4	2,7
III "	2,6	..	1,7	1,8	5,6	3,7	2,4
IV "	2,6	-0,5	1,7	1,9	....	3,2	2,0
1995 -Gen.	2,8	0,6	2,2	1,7	3,9	3,3	0,6
Feb.	2,9	0,2	2,0	1,7	4,3	3,4	1,8
Mar.	2,9	-0,4	1,9	1,8	4,7	3,5	2,2
Apr.	3,1	-0,2	2,0	1,6	5,0	3,3	2,5
Mag.	3,2	..	1,8	1,6	5,1	3,4	2,9
Giu.	3,0	0,3	1,9	1,6	5,6	3,5	2,7
Lug.	2,8	0,1	1,8	1,5	5,5	3,5	2,5
Ago.	2,6	-0,2	1,7	1,9	5,7	3,6	2,3
Set.	2,5	0,2	1,8	2,0	5,6	3,9	2,3
Ott.	2,8	-0,6	1,8	1,8	5,5	3,2	2,4
Nov.	2,6	-0,7	1,7	1,9	....	3,1	2,1
Dic.	2,5	-0,3	1,8	2,1	....	3,2	1,7
1996 -Gen. ....	....	....	1,5	....	....	2,9	1,6

Prezzi alla produzione dei manufatti
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada
1989	5,0	2,1	3,4	3,8	5,7	4,7	1,9
1990	3,8	1,5	1,4	1,4	4,5	5,8	0,3
1991	0,6	1,1	2,2	0,8	3,5	5,5	-1,0
1992	0,8	-1,0	1,6	-0,4	2,2	3,5	0,5
1993	1,4	-1,6	0,1	-0,6	4,0	3,7	3,3
1994	1,4	-1,7	0,6	0,1	3,6	2,5	5,7
1993 - III trim.	0,6	-1,8	-0,2	-0,8	4,5	4,0	3,0
IV "	0,4	-2,1	-0,3	-0,7	3,9	3,9	3,0
1994 - I trim.	0,2	-2,2	..	-0,7	3,3	3,2	3,4
II "	0,2	-2,0	0,3	-0,3	3,1	2,2	5,2
III "	2,2	-1,7	0,7	0,1	3,5	2,0	6,6
IV "	2,9	-1,1	1,5	1,4	4,7	2,4	7,5
1995 - I trim.	4,5	-0,7	2,3	2,6	6,4	3,4	9,9
II "	5,2	-0,5	2,5	3,2	8,7	3,9	9,0
III "	3,6	-0,7	2,4	3,4	8,7	4,2	7,6
1994 - Nov.	3,0	-1,2	1,5	....	4,7	2,5	7,7
Dic.	3,8	-0,9	1,9	....	5,2	2,6	8,1
1995 - Gen.	4,2	-0,9	2,1	....	5,4	3,3	10,3
Feb.	4,6	-0,8	2,3	....	6,1	3,3	9,6
Mar.	4,7	-0,4	2,4	....	7,6	3,7	9,9
Apr.	5,3	-0,4	2,5	....	8,2	3,9	9,3
Mag.	5,4	-0,5	2,5	....	8,8	3,9	9,0
Giu.	4,9	-0,6	2,6	....	9,1	3,9	8,6
Lug.	4,1	-0,8	2,4	....	9,0	4,2	8,2
Ago.	3,3	-0,8	2,3	....	8,5	4,2	7,1
Set.	3,3	-0,6	2,4	....	8,4	4,2	7,6
Ott.	3,0	-0,6	2,1	....	7,8	4,3	6,4
Nov.	2,4	-0,7	1,6	....	7,2	4,3	5,5

Tassi d'interesse sui mercati monetari

(valori percentuali)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada
Tassi ufficiali di riferimento (dati di fine periodo)							
1991	3,50	4,50	8,00	9,60	12,00	10,50	7,67
1992	3,00	3,25	8,25	9,10	12,00	7,00	7,36
1993	3,00	1,75	5,75	6,20	8,00	5,50	4,11
1994	4,75	1,75	4,50	5,00	7,50	6,25	7,43
1995 - Gen.	4,75	1,75	4,50	5,00	7,50	6,25	8,38
Feb.	5,25	1,75	4,50	5,00	8,25	6,75	8,38
Mar.	5,25	1,75	4,00	5,00	8,25	6,75	8,47
Apr.	5,25	1,00	4,00	5,00	8,25	6,75	8,17
Mag.	5,25	1,00	4,00	5,00	9,00	6,75	7,64
Giu.	5,25	1,00	4,00	5,00	9,00	6,75	6,97
Lug.	5,25	1,00	4,00	5,00	9,00	6,75	6,87
Ago.	5,25	1,00	3,50	5,00	9,00	6,75	6,59
Set.	5,25	0,50	3,50	5,00	9,00	6,75	6,71
Ott.	5,25	0,50	3,50	5,00	9,00	6,75	7,65
Nov.	5,25	0,50	3,50	4,80	9,00	6,75	6,07
Dic.	5,25	0,50	3,00	4,45	9,00	6,50	5,79
1996 - Gen.	5,00	0,50	3,00	4,20	9,00	6,25	5,37
Tassi di mercato monetario (dati medi nel periodo)							
1992	3,43	4,46	9,46	10,34	14,02	9,62	7,11
1993	3,00	3,01	7,24	8,59	10,20	5,94	3,86
1994	4,25	2,28	5,31	5,85	8,51	5,51	7,18
1995	5,49	1,25	4,48	6,58	10,46	6,68	5,54
1995 - Gen.	5,71	2,34	5,11	5,92	9,13	6,57	7,98
Feb.	5,77	2,31	5,04	5,82	9,09	6,75	7,77
Mar.	5,73	2,18	5,02	8,06	11,01	6,66	8,22
Apr.	5,65	1,50	4,63	7,78	10,96	6,67	7,92
Mag.	5,66	1,35	4,55	7,47	10,45	6,72	7,39
Giu.	5,47	1,21	4,48	7,20	10,95	6,64	6,72
Lug.	5,42	0,96	4,51	6,46	10,96	6,80	6,62
Ago.	5,40	0,87	4,41	5,94	10,47	6,80	6,34
Set.	5,28	0,61	4,15	5,96	10,40	6,72	6,46
Ott.	5,28	0,56	4,05	6,87	10,77	6,74	5,93
Nov.	5,36	0,59	3,96	5,89	10,68	6,65	5,82
Dic.	5,14	0,53	3,89	5,56	10,61	6,49	5,54
1996 - Gen.	5,00	0,58	3,56	4,69	10,07	6,37	5,12

Tassi d'interesse e corsi azionari sui mercati finanziari

(dati medi nel periodo)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada
Tassi delle obbligazioni							
1992	7,01	5,12	7,85	8,57	13,28	9,06	8,54
1993	5,87	4,03	6,45	6,72	11,29	7,47	7,12
1994	7,08	4,20	6,99	7,17	10,58	8,17	9,16
1995	6,58	3,29	6,94	7,44	12,21	8,24	7,43
1995 - Gen.	7,78	4,69	7,76	8,16	12,36	8,82	9,41
Feb.	7,47	4,57	7,57	7,94	12,39	8,72	8,86
Mar.	7,20	3,99	7,39	7,98	13,44	8,66	8,70
Apr.	7,06	3,40	7,21	7,75	13,40	8,49	8,44
Mag.	6,63	3,18	6,94	7,44	12,30	8,24	8,11
Giu.	6,17	2,80	6,89	7,39	12,38	8,15	8,02
Lug.	6,28	2,75	6,99	7,34	12,21	8,30	8,50
Ago.	6,49	3,12	6,86	7,17	11,65	8,15	8,24
Set.	6,20	2,82	6,67	7,20	11,55	7,96	8,11
Ott.	6,04	2,74	6,63	7,37	11,97	8,11	8,11
Nov.	5,93	2,73	6,34	6,91	11,65	7,79	7,44
Dic.	5,71	2,71	6,08	6,66	11,18	7,50	7,43
1996 - Gen.	5,65	2,97	5,87	6,31	10,42	7,45	7,35
Indici azionari							
1992	156,51	63,78	136,96	148,23	87,53	131,36	103,02
1993	170,00	71,56	147,03	161,90	104,07	156,64	118,20
1994	173,35	75,07	168,49	164,86	129,61	169,05	129,71
1995	203,93	64,67	164,56	149,78	118,82	176,91	134,24
1995 - Gen.	175,14	69,63	161,21	147,48	125,02	161,28	121,65
Feb.	181,42	66,10	164,02	146,88	126,09	161,74	124,89
Mar.	185,64	61,57	155,98	143,83	116,29	162,26	130,61
Apr.	191,20	61,17	153,76	151,80	116,42	168,27	129,55
Mag.	197,19	61,06	160,47	157,67	123,41	173,39	134,70
Giu.	203,04	57,42	163,73	153,24	118,59	176,50	137,06
Lug.	209,82	60,91	167,72	154,51	120,65	180,49	139,72
Ago.	210,47	65,11	172,28	155,69	124,74	184,50	136,75
Set.	217,87	67,39	173,51	148,46	122,04	187,20	137,15
Ott.	219,43	67,20	165,40	142,55	112,86	186,83	135,03
Nov.	224,18	67,55	165,42	149,07	109,33	188,48	141,11
Dic.	231,35	72,19	170,35	147,71	109,31	191,50	142,72
1996 - Gen.	231,29	75,06	178,23	155,73	114,45	195,30	150,41

Tassi d'interesse e premio/sconto del dollaro statunitense sui mercati internazionali

(dati medi nel periodo)

PERIODO	Dollaro USA	Yen giapponese	Marco tedesco	Lira italiana	Sterlina inglese	Dollaro USA	Yen giapponese	Marco tedesco	Lira italiana	Sterlina inglese
Eurotassi a 3 mesi					Eurotassi a 12 mesi					
1992	3,70	4,33	9,36	13,48	9,53	4,10	4,14	9,04	13,10	9,34
1993	3,14	2,90	7,13	9,95	5,87	3,54	2,84	6,32	9,63	5,71
1994	4,60	2,18	5,21	8,29	5,44	5,45	2,41	5,30	8,92	6,25
1995	5,92	1,07	4,38	10,24	6,64	6,13	1,11	4,58	10,79	7,12
1995 - Gen.	6,19	2,24	4,96	8,93	6,52	7,38	2,46	5,70	10,27	7,75
Feb.	6,12	2,22	4,95	8,85	6,70	6,93	2,38	5,59	10,14	7,71
Mar.	6,16	2,05	4,91	10,72	6,61	6,70	2,04	5,39	11,61	7,67
Apr.	6,13	1,42	4,52	10,73	6,64	6,56	1,43	4,84	11,48	7,50
Mag.	6,03	1,24	4,43	10,26	6,67	6,17	1,32	4,64	10,83	7,39
Giu.	5,87	1,06	4,37	10,67	6,59	5,71	0,98	4,38	11,12	7,07
Lug.	5,79	0,79	4,43	10,76	6,76	5,73	0,73	4,54	11,23	7,16
Ago.	5,79	0,75	4,31	10,29	6,76	5,88	0,76	4,36	10,59	7,00
Set.	5,74	0,41	4,05	10,22	6,68	5,75	0,45	4,08	10,42	6,69
Ott.	5,81	0,16	3,96	10,55	6,69	5,76	0,22	3,97	10,70	6,73
Nov.	5,75	0,21	3,87	10,51	6,62	5,56	0,28	3,81	10,59	6,53
Dic.	5,65	0,23	3,80	10,43	6,45	5,41	0,30	3,63	10,46	6,25
1996 - Gen.	5,41	0,35	3,47	9,92	6,34	5,17	0,50	3,33	9,66	6,16
Premio (-) / Sconto (+) del dollaro statunitense a 3 mesi					Premio (-) / Sconto (+) del dollaro statunitense a 12 mesi					
1992		-0,63	-5,65	-9,77	-5,82		-0,04	-4,94	-9,00	-5,24
1993		0,24	-3,99	-6,81	-2,73		0,69	-2,78	-6,09	-2,17
1994		2,41	-0,61	-3,69	-0,85		3,04	0,16	-3,47	-0,80
1995		4,85	1,54	-4,32	-0,72		5,02	1,55	-4,66	-0,99
1995 - Gen.		3,95	1,23	-2,74	-0,33		4,92	1,68	-2,89	-0,37
Feb.		3,90	1,17	-2,73	-0,58		4,55	1,34	-3,21	-0,78
Mar.		4,11	1,25	-4,56	-0,45		4,66	1,31	-4,91	-0,97
Apr.		4,71	1,61	-4,60	-0,51		5,13	1,72	-4,92	-0,94
Mag.		4,79	1,60	-4,23	-0,64		4,85	1,53	-4,66	-1,22
Giu.		4,81	1,50	-4,80	-0,72		4,73	1,33	-5,41	-1,36
Lug.		5,00	1,36	-4,97	-0,97		5,00	1,19	-5,50	-1,43
Ago.		5,04	1,48	-4,50	-0,97		5,12	1,52	-4,71	-1,12
Set.		5,33	1,69	-4,48	-0,94		5,30	1,67	-4,67	-0,94
Ott.		5,65	1,85	-4,74	-0,88		5,54	1,79	-4,94	-0,97
Nov.		5,54	1,88	-4,76	-0,87		5,28	1,75	-5,03	-0,97
Dic.		5,42	1,85	-4,78	-0,80		5,11	1,78	-5,05	-0,84
1996 - Gen.		5,06	1,94	-4,51	-0,93		4,67	1,84	-4,49	-0,99

Quotazioni delle principali valute e dell'oro

PERIODO	Lire per una unità di valuta								Oro (dollari per oncia)
	Dollaro statuni- tense	Yen giapponese	Marco tedesco	Franco francese	Sterlina inglese	Franco svizzero	DSP	Ecu	
1990	1.198,4	8,2983	741,60	220,09	2.133,2	864,13	1.626,0	1.524,8	385,00
1991	1.241,6	9,2255	747,65	219,87	2.187,4	865,30	1.698,8	1.534,4	353,60
1992	1.232,3	9,7399	790,04	233,11	2.163,4	878,52	1.735,5	1.592,2	333,25
1993	1.572,7	14,2201	950,69	277,54	2.360,9	1.064,63	2.196,0	1.837,7	390,65
1994	1.611,8	15,7837	994,68	290,79	2.467,3	1.180,82	2.307,5	1.909,0	383,25
1995	1.628,9	17,4525	1.137,99	326,63	2.571,6	1.379,87	2.472,5	2.107,2	386,75
1993 –IV trim.	1.653,0	15,2644	981,70	283,26	2.465,5	1.126,51	2.303,4	1.881,2	390,65
1994 –I trim.	1.684,2	15,6819	978,10	287,54	2.506,3	1.160,41	2.337,0	1.894,0	390,05
II "	1.603,6	15,5322	966,12	282,35	2.412,8	1.139,68	2.270,0	1.862,3	387,95
III "	1.571,6	15,8585	1.006,17	293,81	2.436,4	1.198,29	2.292,0	1.920,1	394,25
IV "	1.588,5	16,0644	1.028,51	299,53	2.515,5	1.225,07	2.329,9	1.960,0	383,25
1995 –I trim.	1.641,9	17,1647	1.113,94	318,60	2.599,3	1.327,17	2.451,4	2.077,9	383,40
II "	1.665,3	19,7021	1.191,05	338,44	2.657,8	1.440,70	2.607,8	2.193,6	387,05
III "	1.610,0	17,1733	1.124,80	325,46	2.533,1	1.364,06	2.442,6	2.095,6	384,00
IV "	1.598,3	15,7608	1.123,15	324,27	2.495,6	1.389,92	2.386,2	2.062,5	386,75
1995 –Gen.	1.610,6	16,1597	1.051,68	304,16	2.535,8	1.250,99	2.360,9	1.992,4	374,90
Feb.	1.619,0	16,4815	1.078,28	309,95	2.544,4	1.273,91	2.393,4	2.026,7	376,40
Mar.	1.690,3	18,6764	1.201,79	339,30	2.704,9	1.443,03	2.596,4	2.200,6	383,40
Apr.	1.713,2	20,4157	1.239,06	353,23	2.754,2	1.503,99	2.700,4	2.273,8	389,75
Mag.	1.652,3	19,4403	1.172,81	331,48	2.623,0	1.414,35	2.574,6	2.160,4	384,30
Giu.	1.639,0	19,3802	1.170,01	333,30	2.613,8	1.415,28	2.562,9	2.161,1	387,05
Lug.	1.609,7	18,4588	1.158,96	333,05	2.567,3	1.392,36	2.507,3	2.146,2	383,35
Ago.	1.605,4	16,9811	1.111,32	323,12	2.517,3	1.342,98	2.425,2	2.079,2	382,35
Set.	1.615,1	16,0890	1.104,76	320,33	2.515,3	1.357,86	2.396,8	2.062,0	384,00
Ott.	1.605,7	15,9407	1.135,13	324,98	2.533,8	1.401,83	2.405,7	2.084,0	382,65
Nov.	1.593,7	15,6558	1.124,66	326,15	2.489,9	1.394,30	2.382,2	2.064,9	387,80
Dic.	1.594,5	15,6633	1.106,75	321,21	2.455,4	1.370,25	2.383,3	2.033,2	386,75
1996 –Gen.	1.583,8	14,9941	1.083,92	316,45	2.423,8	1.342,88	2.352,4	1.999,1	405,55

Tassi di cambio effettivi nominali
(dati medi nel periodo; indici 1987=100)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada	Svizzera
1990	92,8	95,7	103,1	101,4	99,1	101,2	112,1	99,1
1991	90,9	103,3	101,9	99,5	97,6	101,6	113,8	97,5
1992	89,4	108,8	104,6	102,4	94,1	97,7	106,8	95,5
1993	91,3	130,1	107,2	104,8	78,5	89,1	100,7	98,1
1994	90,0	140,9	107,3	105,5	74,9	89,3	94,2	104,5
1995	85,0	149,0	112,9	108,6	67,5	85,3	92,0	111,8
1993 - IV trim.	92,2	134,6	107,5	103,9	76,0	90,2	98,1	100,7
1994 - I trim.	92,6	136,2	105,5	104,6	75,2	90,5	97,1	102,9
II "	91,2	140,5	106,3	104,5	76,8	89,0	93,4	103,0
III "	88,2	143,7	108,5	106,4	74,6	88,1	93,1	105,8
IV "	87,7	143,3	108,9	106,5	73,0	89,3	93,2	106,2
1995 - I trim.	87,1	146,9	111,9	107,3	68,9	87,6	90,2	108,7
II "	81,7	164,1	113,8	108,4	64,5	84,6	91,0	112,2
III "	84,6	148,3	112,6	109,2	68,0	84,8	93,1	111,6
IV "	86,5	136,7	113,2	109,4	68,4	84,2	93,6	114,5
1995 - Gen.	88,9	142,6	110,0	106,7	71,9	88,9	90,3	106,9
Feb.	87,8	144,0	111,1	107,0	70,5	87,8	90,9	107,1
Mar.	84,5	154,1	114,7	108,3	64,3	86,2	89,4	112,0
Apr.	81,5	165,0	114,7	109,7	62,2	84,9	90,5	113,4
Mag.	81,8	163,4	113,4	107,3	65,6	84,5	91,9	111,5
Giu.	81,8	164,0	113,3	108,2	65,7	84,5	90,7	111,8
Lug.	82,1	158,3	113,6	109,4	66,4	84,1	91,8	111,3
Ago.	84,9	147,4	112,1	109,4	68,7	84,9	93,3	110,7
Set.	86,8	139,2	112,1	108,9	69,0	85,4	94,2	112,7
Ott.	86,0	137,4	113,8	108,8	67,8	85,0	94,2	114,7
Nov.	86,4	136,0	113,3	110,0	68,3	84,0	93,7	114,8
Dic.	87,1	136,8	112,6	109,5	69,1	83,5	92,9	114,0
1996 - Gen.	88,4	132,2	112,1	109,6	70,4	83,9	93,4	113,6

Tassi di cambio effettivi reali
(dati medi nel periodo; indici 1987=100)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada	Svizzera
1989	99,6	99,5	96,6	97,3	99,7	104,8	110,5	93,9
1990	97,9	88,9	100,2	100,7	103,7	107,2	107,1	98,2
1991	95,8	96,1	99,8	97,8	104,2	112,2	106,6	95,3
1992	94,6	99,4	103,7	99,1	102,0	111,2	99,8	92,5
1993	97,0	115,1	105,6	99,9	88,3	104,4	96,1	94,4
1994	95,3	120,4	104,9	99,1	86,5	106,0	93,9	99,0
1993 - III trim.	96,3	121,3	104,9	98,0	89,0	106,1	94,9	95,5
IV "	97,6	118,0	105,6	98,6	86,4	106,7	94,9	96,6
1994 - I trim.	97,7	118,4	103,7	98,8	86,1	107,6	95,3	98,0
II "	96,5	120,8	104,1	98,3	88,4	105,8	92,7	97,7
III "	94,0	121,9	105,9	99,6	86,3	104,5	93,1	100,5
IV "	93,1	120,5	105,9	99,9	85,2	105,8	94,6	99,9
1995 - I trim.	92,2	121,4	108,7	100,3	81,4	104,2	93,7	101,0
II "	87,4	133,6	109,8	101,0	78,1	100,6	94,2	103,1
III "	90,1	120,2	108,7	102,0	83,2	101,3	97,0	102,0
1994 - Nov.	92,8	121,3	105,9	99,8	85,2	105,7	94,7	99,6
Dic.	94,4	119,7	105,9	99,6	84,4	105,9	94,2	98,7
1995 - Gen.	94,0	118,4	107,1	99,5	84,2	105,8	93,7	99,7
Feb.	93,1	119,0	107,9	100,0	83,2	104,2	94,3	99,6
Mar.	89,5	126,8	111,0	101,4	76,8	102,5	93,1	103,8
Apr.	87,0	134,9	110,8	102,4	74,9	101,1	93,5	104,5
Mag.	87,6	133,0	109,3	100,0	79,5	100,4	94,9	102,3
Giu.	87,5	133,0	109,3	100,7	80,0	100,4	94,1	102,4
Lug.	87,6	128,4	109,8	101,6	81,2	100,3	95,6	102,0
Ago.	90,6	119,4	108,2	102,1	83,9	101,4	97,0	101,1
Set.	92,2	112,8	108,1	102,3	84,4	102,1	98,4	102,9
Ott.	91,3	111,5	109,8	102,4	83,1	101,9	98,2	104,6
Nov.	91,5	110,3	109,3	103,6	83,6	101,1	98,2	104,2

Tassi di cambio effettivi reali intra-UE

(dati medi nel periodo; indici 1987=100)

PERIODO	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Spagna	Paesi Bassi	Belgio
1989	97,3	98,1	100,6	107,3	109,3	98,9	100,1
1990	97,6	99,0	102,2	104,5	110,0	97,1	100,4
1991	98,1	96,6	103,1	111,0	110,2	95,4	97,8
1992	101,1	97,1	100,0	108,3	107,3	94,7	98,1
1993	106,9	100,3	87,9	105,6	97,2	96,4	98,3
1994	106,9	99,8	86,4	107,6	93,5	96,3	100,8
1993 - III trim.	107,2	98,9	89,2	108,5	93,4	96,1	97,5
IV "	107,9	99,5	86,5	109,0	93,6	96,5	97,2
1994 - I trim.	106,4	100,1	86,5	110,7	93,0	95,1	99,1
II "	106,3	99,1	88,5	107,9	93,4	95,6	100,8
III "	107,6	100,0	86,0	105,4	94,0	96,6	101,8
IV "	107,4	100,2	84,7	106,5	93,8	97,8	101,4
1995 - I trim.	110,1	100,4	80,6	104,3	92,4	99,6	102,5
II "	111,9	101,2	77,3	100,6	94,8	100,4	104,4
III "	109,4	101,6	82,0	100,5	96,0	98,5	103,0
1994 - Nov.	107,3	100,0	84,7	106,4	94,0	98,0	101,5
Dic.	107,6	100,0	84,1	107,0	93,6	98,0	101,2
1995 - Gen.	108,4	99,7	83,5	106,3	92,4	98,8	101,4
Feb.	109,1	100,0	82,4	104,4	93,4	99,0	102,4
Mar.	112,7	101,4	75,8	102,1	91,5	101,0	103,8
Apr.	113,0	102,5	73,9	101,0	93,2	101,0	104,9
Mag.	111,5	100,2	78,8	100,6	95,3	100,2	104,4
Giu.	111,1	100,8	79,1	100,3	95,9	99,9	103,9
Lug.	111,0	101,3	80,0	99,6	96,5	98,8	103,7
Ago.	108,8	101,8	82,8	100,7	96,1	98,5	102,6
Set.	108,4	101,8	83,3	101,2	95,3	98,1	102,8
Ott.	109,8	101,6	81,6	100,3	95,4	98,1	103,4
Nov.	109,2	102,8	82,1	99,4	95,9	97,9	103,0

Esposizione verso l'estero del sistema creditizio italiano

(consistenze di fine periodo in miliardi di lire)

GRUPPI DI PAESI E PAESI	1995		
	I trimestre	II trimestre	III trimestre
Paesi industriali	325.793	282.472	(292.485)
Paesi OPEC	10.340	11.120	(10.791)
Altri PVS	22.705	21.574	(20.692)
di cui: <i>America latina</i>	15.174	14.294	(13.560)
<i>Africa</i>	1.282	1.119	(1.110)
<i>Asia</i>	5.582	5.569	(5.495)
<i>Medio Oriente</i>	668	592	(528)
Paesi dell'Est europeo	14.405	13.949	(12.779)
Centri <i>offshore</i>	34.759	32.081	(33.634)
Organizzazioni internazionali	5.644	5.600	(5.142)
Totale	413.646	366.796	(375.523)
<i>Per memoria:</i>			
Albania	189	96	(119)
Argentina	6.716	6.415	(5.115)
Bolivia	13	6	(4)
Brasile	3.079	2.881	(3.433)
Bulgaria	621	611	(557)
Cile	608	554	(563)
Colombia	668	603	(626)
Costa d'Avorio	21	21	(28)
Croazia	69	77	(70)
Ecuador	183	175	(249)
Filippine	87	76	(69)
Marocco	477	446	(434)
Messico	2.614	2.397	(2.401)
Nigeria	1.130	1.035	(936)
Perù	284	307	(341)
Polonia	1.098	981	(798)
Repubblica ceca	385	328	(313)
Romania	365	367	(398)
Russia	11.246	10.977	(10.038)
Slovenia	122	127	(118)
Ungheria	384	462	(412)
Uruguay	515	472	(442)
Venezuela	1.076	1.028	(1.138)

Conto economico delle risorse e degli impieghi
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	Prodotto interno lordo	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Consumi delle famiglie	Altri impieghi interni	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature e mezzi di trasporto	Totale			

Quantità a prezzi 1985

1989	2,9	7,6	3,9	3,6	4,9	4,3	3,5	-1,4	8,8
1990	2,1	8,0	3,3	3,5	4,1	3,8	2,5	1,3	7,0
1991	1,2	3,4	1,7	1,4	-0,1	0,6	2,7	0,6	0,5
1992	0,7	4,6	1,6	-2,1	-1,3	-1,7	1,1	3,0	5,0
1993	-1,2	-7,8	-2,7	-6,3	-19,3	-13,1	-2,5	-7,2	9,4
1994	2,2	9,8	3,8	-5,2	5,3	-0,1	1,6	5,2	10,9
1993 -III trim. ...	-1,0	1,1	-0,6	-1,3	-1,1	-1,2	..	-7,5	3,1
IV " ...	1,1	-0,1	0,8	-1,2	2,9	0,8	0,6	-1,6	2,9
1994 -I trim. ...	0,2	5,1	1,2	-1,3	1,8	0,3	0,5	1,5	3,4
II " ...	1,0	1,8	1,2	-1,4	3,6	1,1	0,7	3,4	1,2
III " ...	1,6	4,1	2,2	-1,6	0,3	-0,6	0,4	8,0	4,6
IV " ...	..	3,3	0,8	-0,9	3,7	1,5	0,3	2,3	0,4
1995 -I trim. ...	1,5	2,1	1,7	0,9	4,5	2,8	..	-3,3	7,4
II " ...	-0,1	2,6	0,5	0,5	4,7	2,7	0,5	-8,3	4,1
III " ...	2,0	1,6	1,9	0,8	1,1	1,0	0,4	13,9	-0,4

Prezzi impliciti

1989	6,2	8,8	6,4	5,7	5,1	5,4	6,3	7,8	7,5
1990	7,6	0,7	6,2	10,2	2,6	6,3	6,2	10,6	2,8
1991	7,7	-0,3	6,2	8,0	2,5	5,3	6,8	8,7	2,6
1992	4,5	1,5	3,7	5,2	2,2	3,7	5,4	0,6	1,6
1993	4,3	11,0	5,8	3,2	5,2	4,9	4,8	8,7	9,9
1994	3,6	5,7	3,5	3,4	3,6	3,0	4,7	1,4	3,5
1993 -III trim. ...	1,1	1,0	1,0	0,3	0,8	0,5	1,3	1,9	1,1
IV " ...	0,7	1,4	0,9	0,7	-0,1	0,2	1,1	1,1	1,2
1994 -I trim. ...	0,9	1,1	0,7	2,0	1,6	1,7	1,2	-1,5	0,6
II " ...	0,8	1,1	0,8	0,4	0,3	0,1	1,1	1,2	0,1
III " ...	0,8	2,4	1,0	0,5	0,9	0,6	1,2	1,0	0,6
IV " ...	1,1	1,9	1,0	0,3	1,7	0,8	1,1	..	1,7
1995 -I trim. ...	1,3	4,3	1,8	0,4	1,5	0,8	1,2	6,9	1,9
II " ...	2,4	4,8	2,7	1,3	1,3	1,2	1,7	8,2	4,1
III " ...	0,6	0,8	0,7	0,5	1,4	1,0	1,7	-8,4	3,1

Produzione industriale e indicatori d'opinione Isco
(dati destagionalizzati)

PERIODO	Produzione industriale				Indicatori congiunturali Isco				
	Indice generale	Beni di consumo	Beni di investimento	Beni intermedi	Livello degli ordini			Domanda attesa a 3-4 mesi	Scorte di prodotti finiti rispetto al normale
					Interno	Estero	Totale		
	<i>(indici 1990=100)</i>				<i>(media dei saldi mensili delle risposte all'inchiesta)</i>				
1990	100,0	100,0	100,0	100,0	-9,4	-16,1	-7,5	11,9	3,7
1991	99,1	100,4	95,9	99,4	-27,5	-31,5	-26,7	11,2	8,5
1992	98,9	101,1	92,1	99,7	-32,0	-36,9	-32,0	1,9	7,2
1993	96,5	98,7	88,9	97,7	-43,1	-21,7	-35,6	2,9	4,6
1994	101,5	104,1	92,2	103,0	-17,9	8,9	-6,9	25,1	-4,3
1995					-5,7	16,6	1,3	21,9	-1,2
1991 - I trim ...	98,8	100,5	97,4	98,5	-28,2	-34,7	-27,6	9,6	9,7
II " ...	98,6	98,7	95,7	99,1	-28,2	-32,6	-27,9	10,9	9,7
III " ...	99,0	100,3	95,0	99,9	-26,5	-30,3	-24,8	12,7	8,3
IV " ...	100,0	102,2	95,3	100,1	-27,2	-28,5	-26,6	11,9	6,3
1992 - I trim ...	101,2	102,9	95,1	101,8	-24,8	-30,3	-24,0	10,6	11,3
II " ...	100,6	101,6	93,7	101,5	-27,6	-39,0	-29,4	8,2	11,0
III " ...	96,1	98,8	88,3	98,4	-33,9	-38,2	-34,5	-3,7	5,3
IV " ...	97,5	101,3	91,3	97,2	-41,8	-40,1	-40,2	-7,4	1,0
1993 - I trim ...	98,8	102,2	93,2	98,6	-44,8	-34,1	-42,8	-3,1	3,3
II " ...	96,3	97,5	89,3	97,4	-46,6	-28,2	-40,7	-0,7	7,0
III " ...	94,6	97,4	85,7	96,4	-44,5	-18,2	-32,8	3,5	6,7
IV " ...	96,3	97,6	87,3	98,3	-36,5	-6,3	-26,2	12,0	1,3
1994 - I trim ...	97,3	100,6	86,2	99,0	-31,3	-1,0	-18,8	17,3	-2,3
II " ...	100,7	103,6	91,8	101,9	-20,5	8,2	-8,4	24,3	-1,0
III " ...	103,6	106,4	94,0	105,0	-15,3	11,7	-4,2	29,0	-4,7
IV " ...	104,4	105,6	96,9	106,1	-4,6	16,6	3,6	30,0	-9,3
1995 - I trim ...	104,1	105,2	97,6	105,2	-1,2	25,1	6,6	23,0	-4,7
II " ...	105,3	106,8	100,8	105,7	-2,9	20,7	4,2	20,1	0,3
III " ...	109,7	109,7	109,5	108,7	-4,9	14,3	3,3	24,9	-1,7
IV " ...					-13,7	6,2	-8,9	19,6	1,3

Forze di lavoro, occupazione e disoccupazione

(dati in migliaia di unità; per il tasso di disoccupazione e il tasso di attività, valori percentuali)

PERIODO	Occupati					In cerca di occupazione	Forze di lavoro	Tasso di disoccupazione	Tasso di attività
	Agricoltura	Industria in senso stretto	Costruzioni	Altre attività	Totale				
1991	1.823	4.958	1.957	12.854	21.592	2.653	24.245	10,9	42,4
1992	1.750	4.916	1.934	12.859	21.459	2.798	24.257	11,5	42,4
1993	1.669	5.000	1.725	12.074	20.467	2.335	22.801	10,2	40,4
1994	1.573	4.933	1.655	11.959	20.120	2.561	22.680	11,3	40,1
1995	1.492	4.878	1.614	12.025	20.009	2.724	22.733	12,0	40,1
1991 - I trim.	1.725	5.031	1.891	12.729	21.376	2.719	24.095	11,3	42,2
II "	1.825	4.986	1.948	12.771	21.530	2.624	24.154	10,9	42,3
III "	1.891	4.952	2.000	12.974	21.817	2.581	24.397	10,6	42,7
IV "	1.852	4.862	1.990	12.940	21.646	2.686	24.332	11,0	42,6
1992 - I trim.	1.693	4.778	1.973	12.922	21.367	2.713	24.079	11,3	42,1
II "	1.833	4.850	2.021	13.024	21.727	2.622	24.349	10,8	42,6
III "	1.822	4.764	2.040	12.989	21.615	2.667	24.282	11,0	42,5
IV "	1.649	5.273	1.703	12.502	21.126	3.194	24.320	13,1	42,5
IV trim. (*)	1.837	5.089	1.733	12.042	20.701	2.194	22.895	9,6	40,7
1993 - I trim.	1.675	5.047	1.713	12.131	20.566	2.112	22.676	9,3	40,2
II "	1.622	4.961	1.731	12.107	20.421	2.372	22.792	10,4	40,4
III "	1.662	5.005	1.756	12.129	20.553	2.313	22.865	10,1	40,5
IV "	1.716	4.986	1.700	11.927	20.327	2.542	22.871	11,1	40,5
1994 - I trim.	1.551	4.894	1.645	11.931	20.021	2.502	22.522	11,1	39,8
II "	1.551	4.899	1.647	12.051	20.148	2.578	22.726	11,4	40,2
III "	1.613	5.002	1.670	12.019	20.304	2.458	22.763	10,8	40,2
IV "	1.578	4.936	1.656	11.834	20.005	2.705	22.710	11,9	40,2
1995 - I trim.	1.429	4.819	1.598	11.852	19.698	2.739	22.437	12,2	39,6
II "	1.490	4.898	1.571	12.053	20.011	2.715	22.726	12,0	40,1
III "	1.554	4.916	1.646	12.124	20.241	2.673	22.914	11,7	40,5
IV "	1.493	4.880	1.642	12.070	20.086	2.769	22.855	12,1	40,3

(*) Riporto all'universo sulla base dei nuovi dati censuari e nuova definizione di persona in cerca di occupazione.

Prezzi dei grossisti e al consumo
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Prezzi dei grossisti				Prezzi al consumo				Costo della vita
	Beni di consumo	Beni di investim.	Beni intermedi	Totale	Alimentari	Non alimentari	Servizi	Totale	
1990	5,7	5,5	8,3	7,4	6,2	5,9	7,3	6,5	6,1
1991	7,0	4,1	4,5	5,2	6,7	5,2	7,2	6,3	6,4
1992	4,3	3,3	1,1	2,1	4,9	3,4	7,6	5,2	5,4
1993	3,3	3,6	6,1	5,1	2,2	4,7	5,6	4,5	4,2
1994	3,9	4,0	3,7	2,8	3,5	3,9	4,4	4,0	3,9
1995 .....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	5,4
1993 - III trim.	4,3	3,7	7,4	6,3	2,2	5,1	5,4	4,6	4,3
IV "	4,1	4,1	4,7	4,5	2,6	4,7	5,1	4,4	4,1
1994 - I trim.	4,3	4,4	3,7	3,9	3,2	4,5	4,8	4,3	4,2
II "	3,8	3,9	2,8	3,1	3,1	4,0	4,5	4,0	4,0
III "	3,6	4,1	3,8	3,7	3,5	3,4	4,3	3,8	3,8
IV "	4,0	3,5	5,0	4,6	4,1	3,6	4,1	3,9	3,8
1995 - I trim.	5,4	4,0	8,6	7,5	5,2	3,6	4,5	4,3	4,4
II "	7,8	5,1	13,9	11,7	6,6	4,7	5,1	5,2	5,5
III "	8,3	6,3	12,8	11,3	6,5	5,2	5,6	5,6	5,7
IV " .....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	5,9
1994 - Ott.	4,0	3,5	4,2	4,0	3,9	3,6	4,1	3,8	3,8
Nov.	3,9	3,4	5,1	4,6	4,1	3,5	4,1	3,9	3,7
Dic.	4,3	3,6	5,6	5,2	4,4	3,6	4,2	4,0	4,1
1995 - Gen.	4,7	3,7	6,7	6,0	4,6	3,1	4,2	3,9	3,8
Feb.	5,5	4,0	7,9	7,1	5,2	3,6	4,5	4,3	4,3
Mar.	6,0	4,3	11,1	9,3	5,7	4,1	4,8	4,7	4,9
Apr.	7,7	4,6	13,5	11,3	6,1	4,5	4,9	5,0	5,2
Mag.	7,8	4,7	13,6	11,4	6,8	4,5	4,9	5,1	5,5
Giu.	7,9	6,0	14,7	12,4	6,9	5,2	5,4	5,6	5,8
Lug.	7,9	5,8	13,4	11,5	6,6	5,2	5,5	5,5	5,6
Ago.	8,1	6,1	12,2	10,8	6,6	5,2	5,6	5,7	5,8
Set.	8,9	7,1	12,9	11,6	6,5	5,3	5,5	5,6	5,8
Ott.	8,6	7,7	12,0	10,8	6,3	5,2	5,5	5,5	5,8
Nov.	8,9	7,5	11,3	10,4	.....	.....	.....	.....	6,0
Dic. ....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	5,8

Bilancia dei pagamenti
(saldi in miliardi di lire)

PERIODO	Partite correnti					Movimenti di capitale			Errori e omissioni	Variazioni riserve ufficiali
	Merci	Partite invisibili			Totale	Non bancari	Bancari	Totale		
		Servizi	Redditi	Trasferim. unilaterali						
1993	51.989	-33	-25.638	-8.494	17.824	99.388	-84.589	14.799	-30.417	-2.206
1994	56.999	1.845	-24.540	-9.292	25.012	(-43.856)	21.594	(-22.262)	(559)	-3.309
1995 .....	.....	.....	.....	.....	.....	(49.121)	(-57.012)	(-7.891)	.....	(-2.868)
1993 - IV trim. ...	17.787	1.712	-7.126	-1.345	11.028	33.731	-35.732	-2.001	-11.664	2.637
1994 - I trim. ...	12.137	-1.319	-6.444	-868	3.506	-924	-2.464	-3.388	4.072	-4.190
II " ..	13.894	1.549	-6.412	-3.001	6.030	-27.319	19.906	-7.413	2.313	-930
III " ..	16.493	746	-5.652	-3.809	7.778	-21.955	14.874	-7.081	-1.723	1.026
IV " ..	14.475	869	-6.032	-1.614	7.698	(6.342)	-10.722	(-4.380)	(-4.103)	785
1995 - I trim. ...	12.804	-1.479	-7.577	460	4.208	(-8.597)	4.928	(-3.669)	(-12.135)	11.596
II " ..	18.018	1.846	-5.218	-1.766	12.880	(21.581)	-10.389	(11.192)	(-4.644)	-19.428
III " ..	21.089	689	-5.340	-1.573	14.865	(8.397)	-19.564	(-11.167)	(-10.266)	6.568
IV " ..	.....	.....	.....	.....	.....	(27.740)	(-31.987)	(-4.247)	.....	(-1.604)
1993 - Dic.	6.757	941	-2.974	-1.297	3.427	4.448	-14.042	-9.594	3.919	2.248
1994 - Gen.	2.198	-975	-2.538	140	-1.175	15.700	-13.580	2.120	4.133	-5.078
Feb.	4.845	-326	-838	-902	2.779	3.793	-5.975	-2.182	761	-1.358
Mar.	5.094	-18	-3.068	-106	1.902	-20.417	17.091	-3.326	-822	2.246
Apr.	4.360	24	-1.605	-719	2.060	-7.228	7.793	565	-2.827	202
Mag.	4.675	496	-2.001	-1.184	1.986	-5.663	3.268	-2.395	2.579	-2.170
Giu.	4.859	1.029	-2.806	-1.098	1.984	-14.428	8.845	-5.583	2.561	1.038
Lug.	7.643	539	-3.309	-1.519	3.354	-11.991	8.602	-3.389	3.347	-3.312
Ago.	4.861	545	-734	-1.644	3.028	-2.142	116	-2.026	-4.213	3.211
Set.	3.989	-338	-1.609	-646	1.396	-7.822	6.156	-1.666	-857	1.127
Ott.	5.156	284	-2.574	-724	2.142	-7.260	1.145	-6.115	-1.969	5.942
Nov.	4.081	208	-1.870	-567	1.852	(7.305)	-8.086	(-781)	(-3.561)	2.490
Dic.	5.238	377	-1.588	-323	3.704	(6.297)	-3.781	(2.516)	(1.427)	-7.647
1995 - Gen.	3.426	-1.258	-3.150	-912	-1.894	(-4.068)	9.938	(5.870)	(-7.703)	3.727
Feb.	3.615	-760	-1.336	673	2.192	(2.219)	-6.526	(-4.307)	(1.083)	1.032
Mar.	5.763	539	-3.091	699	3.910	(-6.748)	1.516	(-5.232)	(-5.515)	6.837
Apr.	5.977	-97	-2.304	-406	3.170	(4.803)	-1.655	(3.148)	(-4.210)	-2.108
Mag.	5.885	638	-1.808	-200	4.515	(8.842)	-9.914	(-1.072)	(418)	-3.861
Giu.	6.156	1.305	-1.106	-1.160	5.195	(7.936)	1.180	(9.116)	(-852)	-13.459
Lug.	9.697	-186	-2.773	-533	6.205	(-2.897)	-5.401	(-8.298)	(1.876)	217
Ago.	5.634	582	-1.209	-498	4.509	(11.732)	-15.506	(-3.774)	(-3.081)	2.346
Set.	5.758	293	-1.358	-542	4.151	(-438)	1.343	(905)	(-9.061)	4.005
Ott.	6.989	595	-2.258	-1.043	4.283	(4.359)	-4.814	(-455)	(-5.037)	1.209
Nov. ....	.....	.....	.....	.....	.....	(11.792)	(-17.187)	(-5.395)	.....	(3.063)
Dic. ....	.....	.....	.....	.....	.....	(11.589)	(-9.986)	(1.603)	.....	(-5.876)

Posizione della Banca d'Italia e dell'UIC verso l'estero

PERIODI	Attività a breve				Passività a breve termine	Posizione a medio e lungo termine			Posizione riserva su FMI	Oro	Totale riserve ufficiali
	Valute convertibili	Ecu ufficiali	DSP	Totale		Attività		Passività			
						Totale	di cui: Titoli esteri				
<i>(miliardi di lire)</i>											
1992 – Dic. ...	36.642	1.925	350	38.917	7.819	4.090	3.913	1.421	3.588	29.944	67.299
1993 – Dic. ...	35.596	7.382	410	43.388	985	2.581	2.382	1.644	3.687	36.910	83.937
1994 – Dic. ...	39.197	7.554	204	46.955	790	2.290	1.817	1.671	3.314	41.338	91.436
1995 – Gen. ...	35.791	8.004	213	44.008	1.243	2.625	1.960	1.656	3.284	41.338	88.356
Feb. ...	36.540	8.473	225	45.238	1.043	2.784	2.078	1.755	3.397	41.338	89.959
Mar. ...	32.821	8.957	241	42.019	2.413	2.615	1.863	1.875	3.628	41.417	85.391
Apr. ...	33.137	7.053	249	40.439	673	2.393	1.649	1.858	3.595	41.417	85.313
Mag. ...	35.291	6.740	249	42.280	585	2.736	2.019	1.789	3.435	41.417	87.494
Giu. ...	48.961	6.786	251	55.998	664	3.212	2.487	1.807	3.446	44.062	104.247
Lug. ...	45.750	7.027	186	52.963	376	3.643	2.874	1.736	3.311	44.062	101.867
Ago. ...	42.607	6.766	133	49.506	311	4.048	3.241	1.698	3.229	44.062	98.836
Set. ...	38.934	6.806	80	45.820	455	3.852	2.986	1.705	3.242	41.524	92.278
Ott. ...	37.347	8.543	78	45.968	2.590	4.048	3.196	1.674	3.183	41.524	90.459
Nov. ...	34.486	8.387	84	42.957	2.614	3.905	3.254	1.666	3.131	41.524	87.237
Dic. ...	38.304	9.377	0	47.681	2.396	4.464	3.719	1.655	3.111	40.257	91.462
<i>(milioni di dollari)</i>											
1992 – Dic. ...	24.824	1.304	237	26.365	5.297	2.771	2.651	963	2.431	23.175	48.481
1993 – Dic. ...	20.890	4.332	241	25.462	578	1.515	1.398	965	2.164	23.593	51.191
1994 – Dic. ...	24.052	4.635	125	28.812	485	1.405	1.115	1.025	2.034	26.342	57.082
1995 – Gen. ...	22.414	5.013	133	27.560	778	1.644	1.227	1.037	2.057	26.342	55.787
Feb. ...	21.850	5.067	135	27.051	624	1.665	1.243	1.049	2.031	26.342	55.416
Mar. ...	19.188	5.236	141	24.565	1.411	1.529	1.089	1.096	2.121	25.685	51.394
Apr. ...	19.709	4.195	148	24.052	400	1.423	981	1.105	2.138	25.685	51.794
Mag. ...	21.833	4.170	154	26.157	362	1.693	1.249	1.107	2.125	25.685	54.191
Giu. ...	29.860	4.139	153	34.151	405	1.959	1.517	1.102	2.102	25.518	62.223
Lug. ...	28.873	4.435	117	33.426	237	2.299	1.814	1.096	2.090	25.518	62.000
Ago. ...	26.299	4.176	82	30.557	192	2.499	2.000	1.048	1.993	25.518	59.327
Set. ...	24.157	4.223	50	28.430	282	2.390	1.853	1.058	2.012	25.827	57.318
Ott. ...	23.418	5.357	49	28.824	1.624	2.538	2.004	1.050	1.996	25.827	56.511
Nov. ...	21.615	5.257	53	26.924	1.638	2.448	2.039	1.044	1.962	25.827	54.478
Dic. ...	24.171	5.917	0	30.088	1.512	2.817	2.347	1.044	1.963	25.654	57.966

Formazione del fabbisogno del settore statale

(miliardi di lire)

PERIODO	Incassi di bilancio			Pagamenti di bilancio			Disavanzo (-)	Altre operazioni	Fabbisogno (-)	Regolazioni debitorie	Dismissioni	Fabbisogno netto regolazioni e dismissioni
	Entrate tributarie	Altre entrate	Totale	Spese correnti	Spese c/capitale	Totale						
1992 V ...	428.164	71.518	499.682	547.383	62.617	610.000	-110.319	-53.763	-164.081	-31	-	-164.050
1993 V ...	436.359	34.409	470.767	544.045	73.773	617.818	-147.051	-15.294	-162.344	-10.837	-	-151.507
1994 V ...	430.886	40.362	471.248	542.214	72.875	615.089	-143.841	-12.881	-156.722	-6.442	5.921	-156.200
N ...	"	"	"	"	"	"	"	-12.394	-156.235	"	"	-155.713
1995 V ...	473.460	42.434	515.893	575.845	67.109	642.954	-127.060	-2.243	-129.304	-3.185	8.354	-134.472
N ...	"	"	"	"	"	"	"	-477	-127.537	"	"	-132.706
1994 - I trim.	86.825	10.390	97.215	112.385	17.086	129.471	-32.256	-10.186	-42.442	-1	1.593	-44.034
II "	121.279	8.935	130.214	128.569	11.390	139.958	-9.744	-13.210	-22.954	-473	-	-22.481
III "	94.861	8.881	103.742	155.059	12.523	167.583	-63.841	26.461	-37.380	-14	4.326	-41.691
IV "	127.921	12.156	140.077	146.201	31.876	178.077	-38.000	-15.459	-53.459	-5.954	2	-47.507
1995 - I trim.	97.399	9.653	107.052	153.822	18.641	172.464	-65.411	25.553	-39.858	-2.588	2	-37.272
II "	130.018	9.726	139.744	141.789	10.170	151.958	-12.214	-1.663	-13.877	-81	-	-13.796
III "	98.263	11.235	109.498	115.602	11.262	126.864	-17.366	-25.245	-42.611	-	913	-43.525
IV "	147.780	11.819	159.599	164.632	27.036	191.668	-32.069	878	-31.191	-516	7.438	-38.114
1995 - Gen. ...	37.350	4.747	42.097	40.916	6.010	46.926	-4.830	-6.494	-11.323	-2.500	-	-8.823
Feb. ...	28.949	2.602	31.551	36.687	4.924	41.611	-10.060	733	-9.327	-88	2	-9.241
Mar. ...	31.100	2.305	33.405	76.219	7.708	83.927	-50.522	31.314	-19.207	-	-	-19.207
Apr. ...	31.146	4.284	35.430	34.272	1.619	35.891	-461	-16.194	-16.655	-17	-	-16.638
Mag. ...	38.894	2.263	41.157	48.077	3.374	51.451	-10.294	-3.269	-13.563	-64	-	-13.499
Giu. ...	59.978	3.179	63.157	59.439	5.177	64.617	-1.459	17.800	16.341	-	-	16.341
Lug. ...	36.543	5.034	41.577	46.231	2.935	49.166	-7.589	1.739	-5.851	-	913	-6.764
Ago. ...	38.009	3.359	41.367	31.591	2.935	34.526	6.841	-18.075	-11.235	-	-	-11.235
Sett. ...	23.711	2.843	26.554	37.780	5.391	43.172	-16.618	-8.908	-25.526	-	-	-25.526
Ott. ...	31.602	2.428	34.030	59.468	6.600	66.068	-32.039	9.943	-22.096	-	1.683	-23.778
Nov. ...	38.987	2.576	41.563	51.831	4.467	56.298	-14.735	-5.147	-19.881	-409	-	-19.472
Dic. ...	77.192	6.814	84.006	53.332	15.969	69.302	14.704	-3.918	10.786	-107	5.756	5.137

Legenda: V = Struttura tradizionale dei conti, N = Struttura dei conti che esclude le Ferrovie, i Monopoli, i Telefoni e le Poste (i dati trimestrali e mensili riguardano solamente la nuova struttura); cfr. la sezione Note Metodologiche.

Copertura del fabbisogno del settore statale
(miliardi di lire)

PERIODO	Titoli a medio e a lungo termine	BOT e BTE	Finanziamenti BI-UIC diversi da operazioni in titoli		Raccolta postale	Prestiti esteri	Altre operazioni	Fabbisogno	
				di cui: conti correnti					di cui: ex aziende autonome
1992 V	91.121	46.479	7.116	7.706	11.415	173	7.777	164.081	7.722
1993 V	163.120	5.577	-34.512	-35.244	13.913	12.374	1.874	162.344	-3.152
1994 V	225.609	11.706	-111.718	-103.554	24.082	9.569	-2.525	156.722	1.154
N	221.636	"	"	"	"	9.186	1.343	156.235	667
1995 V	88.710	-1.506	-7.974	-5.104	20.588	25.654	3.831	129.304	4.308
N	89.910	"	"	"	"	25.605	913	127.537	2.542
1994 -I trim.	45.894	-810	-10.219	-10.566	3.235	2.586	1.756	42.442	-22
II "	39.641	2.210	-19.597	-19.073	2.512	-1.620	-192	22.954	1.125
III "	20.971	6.143	3.541	3.521	2.570	3.499	657	37.380	-9
IV "	115.130	4.163	-85.443	-77.436	15.765	4.722	-878	53.459	-427
1995 -I trim.	26.391	3.244	6.912	5.935	3.429	-147	29	39.858	-7
II "	20.353	500	-28.884	-28.212	559	19.695	1.653	13.877	1.598
III "	23.703	-3.250	16.268	17.027	2.850	3.054	-13	42.611	-12
IV "	19.463	-2.000	-2.270	146	13.750	3.003	-756	31.191	962
1995 -Gen.	11.659	2.000	-5.698	-5.714	3.447	-3	-82	11.323	-7
Feb.	16.328	-748	-6.284	-6.068	-81	-10	123	9.327	-
Mar.	-1.596	1.992	18.894	17.717	63	-134	-13	19.207	-
Apr.	9.964	1.500	1.406	1.607	-678	4.437	26	16.655	-14
Mag.	2.474	-	3.514	4.602	1.851	4.709	1.016	13.563	942
Giu.	7.915	-1.000	-33.804	-34.422	-613	10.550	610	-16.341	670
Lug.	5.271	-1.750	-725	-671	839	2.125	91	5.851	-8
Ago.	11.299	-1.501	717	619	730	-12	-	11.235	-
Set.	7.133	1	16.275	17.079	1.281	941	-104	25.526	-4
Ott.	884	-	20.289	26.559	-279	2.287	-1.085	22.096	-289
Nov.	11.025	-501	12.447	9.124	-900	-1.447	-743	19.881	-
Dic.	7.554	-1.499	-35.005	-35.536	14.929	2.163	1.072	-10.786	1.251

Legenda: V = Struttura tradizionale dei conti, N = Struttura dei conti che esclude le Ferrovie, i Monopoli, i Telefoni e le Poste (i dati trimestrali e mensili riguardano solamente la nuova struttura); cfr. la sezione Note Metodologiche.

Consistenza del debito del settore statale
(valori nominali di fine periodo in miliardi di lire)

PERIODO	Titoli a medio e a lungo term. sul mercato	BOT e BTE sul mercato	Raccolta postale	Impieghi bancari	Altri debiti interni	Totale mercato interno	Debiti verso BI-UIC	Debiti esteri	Totale
1986 V	381.833	163.466	70.960	6.641	1.551	624.450	124.798	17.379	766.627
1987 V	437.046	193.928	83.877	8.067	1.750	724.668	135.951	23.322	883.941
1988 V	494.362	240.324	94.873	12.097	1.925	843.580	139.571	28.586	1.011.738
1989 V	550.426	287.698	110.237	18.739	2.086	969.186	142.112	34.979	1.146.277
1990 V	635.360	323.405	122.954	21.913	2.339	1.105.971	140.091	48.799	1.294.860
1991 V	751.527	338.665	134.700	27.602	2.586	1.255.080	141.763	54.720	1.451.563
1992 V	826.193	395.378	146.115	35.565	2.900	1.406.151	165.979	64.653	1.636.783
1993 V	980.060	401.230	160.028	37.216	3.120	1.581.654	144.484	85.355	1.811.492
1994 V	1.126.646	399.207	184.110	34.463	3.329	1.747.754	137.787	95.948	1.981.489
1994 N	1.113.788	"	"	16.047	"	1.716.481	"	83.084	1.937.352
1995 V	1.224.369	408.686	204.698	38.010	3.613	1.879.375	130.341	119.449	2.129.165
1995 N	1.212.711	"	"	16.677	"	1.846.384	"	105.959	2.082.683
1994 - I trim. ...	1.010.830	396.430	163.263	16.641	3.167	1.590.331	143.300	73.243	1.806.874
II " ...	1.048.661	399.547	165.775	16.400	3.235	1.633.618	127.124	72.070	1.832.812
III " ...	1.071.811	397.767	168.345	16.997	3.314	1.658.234	141.271	75.239	1.874.743
IV " ...	1.113.788	399.207	184.110	16.047	3.329	1.716.481	137.787	83.084	1.937.352
1995 - I trim. ...	1.150.466	408.099	187.538	16.016	3.390	1.765.508	142.127	93.219	2.000.855
II " ...	1.170.354	408.175	188.098	17.588	3.470	1.787.685	118.304	109.581	2.015.570
III " ...	1.193.578	409.192	190.948	17.503	3.542	1.814.763	132.405	105.692	2.052.859
1995 - Ott.	1.193.974	407.272	190.669	16.394	3.566	1.811.875	156.185	106.998	2.075.058
Nov.	1.205.479	409.804	189.769	15.626	3.592	1.824.269	165.674	105.122	2.095.065
Dic.	1.212.711	408.686	204.698	16.677	3.613	1.846.384	130.341	105.959	2.082.683

Legenda: V = Struttura tradizionale dei conti, N = Struttura dei conti che esclude le Ferrovie, i Monopoli, i Telefoni e le Poste (i dati trimestrali e mensili riguardano solamente la nuova struttura); cfr. la sezione Note Metodologiche.

Base monetaria
(variazioni in miliardi di lire)

PERIODO	Creazione							Totale	Utilizzo				
	Estero		Conti del Tesoro	Altre operazioni BI-UIC con il Tesoro	Mercato aperto	Rifinanziamento	Altri settori		Circolante	Riserve bancarie			
		di cui: pronti contro termine in valuta								Depositi presso B.I.	di cui: ris. obbl.	Altre voci	Totale
1993	2.564	-2.055	-4.574	1.196	-14.098	-6.434	1.868	-19.479	4.152	-23.600	-24.131	-30	-23.630
1994	3.297	-813	-33.269	-21.474	47.451	238	-6.154	-9.911	6.452	-16.566	-13.332	202	-16.364
1995	2.906	10.592	-8.195	-24.704	(14.889)	4.857	-1.737	-11.983	2.019	-15.310	-18.732	1.308	-14.002
1995 - Gen.	-3.741	..	-5.718	-2.534	9.295	-598	370	-2.927	-5.078	2.991	-711	-840	2.151
Feb.	-1.034	..	-6.068	-3.312	5.328	2.719	-217	-2.584	-1.063	-1.265	854	-256	-1.521
Mar.	-6.767	..	17.717	-2.308	-7.533	-1.258	-170	-319	2.574	-2.872	-4.258	-21	-2.893
Apr.	2.046	..	1.607	-3.438	749	-1.337	197	-175	320	-670	-1.670	175	-495
Mag.	3.866	2.932	4.602	-3.689	-11.768	8.085	-902	194	-474	-14	-1.322	682	668
Giu.	13.474	6.554	-34.424	-1.225	30.601	-7.895	3.291	3.823	-92	4.397	-1.302	-482	3.915
Lug.	-255	..	-949	-1.278	-3.954	62	-2.216	-8.591	2.375	-11.840	-3.556	874	-10.965
Ago.	-2.336	..	619	-2.347	3.035	39	-1.624	-2.615	-4.016	2.217	-1.313	-815	1.401
Set.	-3.967	..	16.166	-1.061	-15.309	-24	-1.780	-5.975	1.757	-7.576	-4.564	-156	-7.732
Ott.	-1.193	..	20.523	-2.006	-12.298	531	-284	5.272	-2.121	7.044	181	349	7.393
Nov.	-2.948	..	12.321	-743	-11.336	1.233	-348	-1.822	2.240	-4.612	-651	550	-4.062
Dic.	5.764	1.107	-34.591	-763	28.079	3.299	1.947	3.734	5.597	-3.111	-422	1.249	1.862

Finanziamento del Tesoro
(variazioni in miliardi di lire)

PERIODO	Fabbisogno	Copertura in forma non monetaria							Conti del Tesoro	Altre operazioni BI-UIC con il Tesoro
		Collocamenti netti di titoli sul mercato primario					Altre forme di copertura	Totale		
		BOT	CCT	BTP	Altri	Totale				
1993	164.938	-6.028	-10.480	-117.666	-5.477	-139.652	-28.665	-168.317	-4.574	1.196
1994	156.235	-36.729	-37.630	-105.721	3.606	-176.475	-34.504	-210.978	-33.269	-21.474
1995	127.537	(-21.956)	(30.293)	(-100.045)	(-27.289)	(-118.998)	-41.438	(-160.678)	-8.195	-24.704
1995 - Gen.	11.323	-4.541	-2.330	-9.340	-11	-16.222	-3.352	-19.575	-5.718	-2.534
Feb.	9.328	-2.367	-3.120	-10.352	-2.849	-18.688	-20	-18.708	-6.068	-3.312
Mar.	19.207	-4.901	12.953	-10.542	-1.402	-3.891	93	-3.798	17.717	-2.308
Apr.	16.655	-4.747	972	-7.243	-3.695	-14.712	-3.773	-18.486	1.607	-3.438
Mag.	13.563	-2.536	7.498	-10.313	264	-5.087	-7.563	-12.649	4.602	-3.689
Giu.	-16.341	-866	-207	-7.937	237	-8.773	-10.535	-19.307	-34.424	-1.225
Lug.	5.851	447	5.988	-8.729	-2.745	-5.039	-3.039	-8.078	-949	-1.278
Ago.	11.235	-952	-239	-8.054	-3.004	-12.249	-713	-12.963	619	-2.347
Set.	25.526	-1.145	3.050	-10.252	28	-8.318	-2.104	-10.421	16.166	-1.061
Ott.	22.096	-1.188	1.213	276	-2.971	-2.669	-909	-3.579	20.523	-2.006
Nov.	19.881	-335	-1.516	-9.016	-3.559	-14.422	6.118	-8.304	12.321	-743
Dic.	-10.786	1.173	(6.300)	(-8.547)	(7.583)	(-8.927)	-15.641	(-24.568)	-34.591	-763

Base monetaria
(consistenze di fine periodo in miliardi di lire)

PERIODO	Creazione											
	Estero		Titoli di Stato e per conto Tesoro	Conto di transito ex L. 473/93	C/c di tesoreria	Conto disponibilità del Tesoro	Fondo ammortamento titoli di Stato	Altre voci		Crediti e debiti per operazioni temporanee	Rifinanziamento	Altri settori
		di cui: pronti c/termine in valuta							di cui: circolazione di Stato			
1992	67.089	31.072	76.677	-	80.780	-	-	4.218	1.618	42.806	9.016	-61.705
1993	84.085	33.897	88.886	-	76.206	-30.670	-	5.038	1.705	47.544	2.581	-74.269
1994	91.572	32.129	192.911	-	-	-58.018	-5.921	2.903	1.816	43.741	2.819	-80.517
1995 - Gen.	88.477	31.629	191.993	-	-	-63.732	-5.925	2.933	1.826	51.390	2.221	-80.794
Feb.	90.078	33.039	187.239	-	-	-69.800	-5.925	2.728	1.838	58.364	4.940	-83.646
Mar.	85.580	34.410	189.403	-	-	-52.083	-5.925	3.915	1.848	45.173	3.682	-86.085
Apr.	85.439	33.822	190.893	-	-	-50.475	-5.925	3.726	1.859	41.183	2.346	-83.702
Mag.	87.625	35.412	191.755	-	-	-45.873	-5.925	2.650	1.872	25.941	10.430	-82.924
Giu.	104.393	42.533	193.684	-	-	-80.295	-5.927	3.282	1.885	52.755	2.536	-82.927
Lug.	101.976	41.162	192.799	-	-	-80.966	-6.205	3.523	1.900	48.167	2.597	-82.979
Ago.	98.955	41.316	193.039	-	-	-80.348	-6.205	3.627	1.906	48.512	2.636	-83.919
Set.	92.434	41.464	190.886	-	-	-63.268	-7.118	3.750	1.920	34.172	2.612	-83.146
Ott.	90.630	41.139	194.015	-	-	-36.709	-13.154	3.529	1.933	16.959	3.144	-82.819
Nov.	87.495	40.932	191.006	-	-	-27.586	-9.957	3.667	1.945	7.751	4.377	-82.981
Dic.	91.608	41.791	190.642	-	-	-63.122	-9.012	3.263	1.955	35.836	7.676	-79.383

PERIODO	Utilizzo					Totale base monetaria
	Circolante	Riserve bancarie			Totale	
		Depositi presso BI		Altre voci		
		di cui: riserva obbligatoria				
1992	85.617	127.543	129.927	5.721	133.263	218.880
1993	89.769	103.942	105.796	5.691	109.633	199.402
1994	96.221	87.377	92.464	5.893	93.270	189.490
1995 - Gen.	91.143	90.368	91.753	5.053	95.421	186.564
Feb.	90.080	89.103	92.608	4.797	93.900	183.980
Mar.	92.654	86.231	88.349	4.776	91.007	183.660
Apr.	92.974	85.561	86.680	4.951	90.512	183.485
Mag.	92.500	85.547	85.358	5.632	91.179	183.679
Giu.	92.408	89.944	84.056	5.150	95.094	187.502
Lug.	94.783	78.104	80.500	6.025	84.129	178.912
Ago.	90.767	80.321	79.187	5.209	85.530	176.297
Set.	92.524	72.745	74.623	5.053	77.798	170.322
Ott.	90.403	79.790	74.804	5.402	85.192	175.594
Nov.	92.643	75.178	74.153	5.952	81.129	173.773
Dic.	98.240	72.067	73.731	7.201	79.267	177.507

Base monetaria e operazioni della

(consistenze in miliardi di lire)

PERIODO	Base monetaria						
	Circolante	Riserve bancarie				Totale	Variazioni percentuali (12 mesi)
		Depositi presso B.I.	di cui: riserve in eccesso	Cassa contante	Margine disponibile anticipazioni ordinarie		
1993 – Dic.	90.336	105.917	121	5.455	230	111.603	7,6
1994 – Dic.	96.140	92.619	151	5.732	198	98.549	0,7
1995 – Gen.	91.677	91.879	142	4.882	263	97.024	0,5
Feb.	90.547	92.731	139	4.710	159	97.600	-0,7
Mar.	92.666	88.473	174	4.567	154	93.195	-0,5
Apr.	92.998	86.824	161	4.906	163	91.893	-0,5
Mag.	92.904	85.516	173	5.473	164	91.153	-1,0
Giu.	92.630	84.208	153	5.009	308	89.525	-0,9
Lug.	93.771	80.639	139	6.011	223	86.873	-0,2
Ago.	91.999	79.343	157	4.984	180	84.507	-0,8
Set.	91.868	74.730	329	5.001	168	79.898	-0,2
Ott.	90.987	75.010	202	5.290	212	80.513	0,4
Nov.	93.312	74.320	179	5.852	158	80.330	0,7
Dic.	97.939	73.921	202	(6.121)	179	(80.221)	(0,8)

Banca d'Italia: medie di dati giornalieri
e valori percentuali)

		Operazioni della Banca d'Italia						
Totale	Variazioni percentuali (12 mesi)	Operazioni temporanee				Acquisti di valuta	Anticipazioni a scadenza fissa	Totale
		In titoli						
		Acquisti	Vendite	Totale				
201.939	6,6	35.913	251	35.662	33.408	135	69.205	
194.689	2,8	36.428	1.231	35.197	31.386	200	66.783	
188.701	2,5	44.790	1.226	43.564	31.684	264	75.512	
188.147	1,6	48.706	1.342	47.363	31.988	2.572	81.923	
185.860	1,7	42.040	1.374	40.666	32.946	1.442	75.054	
184.891	2,0	28.973	1.676	27.297	35.194	418	62.909	
184.057	1,3	25.534	1.644	23.890	37.824	7.481	69.194	
182.155	1,4	39.436	1.570	37.867	41.685	724	80.276	
180.644	1,0	41.785	1.634	40.151	42.514	522	83.187	
176.506	0,7	43.194	1.706	41.487	41.475	180	83.142	
171.766	0,9	23.391	1.923	21.468	41.199	188	62.855	
171.499	1,1	7.908	1.911	5.997	41.609	318	47.925	
173.642	1,1	10.864	1.842	9.022	41.533	1.456	52.011	
(178.160)	(1,2)	15.852	1.277	14.575	42.143	3.819	60.537	

Operazioni in titoli di Stato di BI-UIC

(miliardi di lire)

PERIODO	Operazioni definitive					Operazioni temporanee			Totale
	Mercato primario			Mercato aperto	Totale	Acquisti	Vendite	Saldo	
	Sottoscrizioni	Rimborsi	Sottoscrizioni nette						
Totale									
1994	350	19.690	-19.339	51.251	31.912	-3.069	-733	-3.803	28.112
1995	(107)	(25.171)	(-25.064)	22.795	(-2.269)	-7.575	-331	-7.906	(-10.175)
1995 - Gen.	7	2.570	-2.564	1.646	-917	7.923	-274	7.649	6.731
Feb.	10	3.118	-3.108	-1.646	-4.754	7.042	-68	6.974	2.220
Mar.	11	3.506	-3.495	5.659	2.164	-13.058	-133	-13.192	-11.028
Apr.	6	3.254	-3.248	4.739	1.490	-3.727	-262	-3.989	-2.499
Mag.	7	2.619	-2.613	3.475	862	-15.320	77	-15.243	-14.381
Giu.	20	1.878	-1.858	3.787	1.929	26.868	-54	26.814	28.743
Lug.	6	1.525	-1.519	633	-885	-4.765	177	-4.587	-5.473
Ago.	8	2.459	-2.451	2.691	240	645	-301	344	584
Set.	9	1.193	-1.184	-969	-2.153	-14.108	-231	-14.340	-16.493
Ott.	12	1.798	-1.786	4.915	3.129	-17.326	113	-17.213	-14.084
Nov.	8	888	-881	-2.128	-3.009	-9.197	-11	-9.208	-12.217
Dic.	(4)	(363)	-359	-5	(-364)	27.449	636	28.084	(27.720)
di cui: BOT									
1994	-	17.574	-17.574	31.236	13.661	3.391	-	3.391	17.052
1995	-	(23.456)	(-23.456)	12.492	(-10.964)	-8.983	-	-8.983	(-19.949)
1995 - Gen.	-	2.541	-2.541	1.246	-1.296	-1.740	-	-1.740	-3.036
Feb.	-	3.115	-3.115	-201	-3.316	725	-	725	-2.591
Mar.	-	2.902	-2.902	1.873	-1.030	-2.183	-	-2.183	-3.213
Apr.	-	3.247	-3.247	3.753	506	-3.455	-	-3.455	-2.949
Mag.	-	2.536	-2.536	1.805	-731	-3.658	-	-3.658	-4.389
Giu.	-	1.866	-1.866	2.517	651	2.315	-	2.315	2.966
Lug.	-	1.303	-1.303	441	-862	-1.570	-	-1.570	-2.433
Ago.	-	2.453	-2.453	1.202	-1.251	732	-	732	-519
Set.	-	1.144	-1.144	-1.005	-2.149	-1.791	-	-1.791	-3.940
Ott.	-	1.188	-1.188	3.110	1.922	-1.658	-	-1.658	264
Nov.	-	835	-835	-2.193	-3.028	-96	-	-96	-3.125
Dic.	-	(326)	(-326)	-55	(-381)	3.396	-	3.396	(3.015)

Operazioni in titoli di Stato di BI-UIC

(miliardi di lire)

PERIODO	Operazioni definitive					Operazioni temporanee			Totale
	Mercato primario			Mercato aperto	Totale	Acquisti	Vendite	Saldo	
	Sottoscrizioni	Rimborsi	Sottoscrizioni nette						
di cui: CCT									
1994	44	45	-1	1.305	1.304	3.214	33	3.247	4.551
1995	(43)	(1.217)	(-1.174)	-1.648	(-2.823)	-1.163	1	-1.162	(-3.985)
1995 - Gen.	2	3	-1	-392	-393	-172	46	-126	-519
Feb.	3	4	-1	-1.006	-1.007	4.957	-5	4.952	3.945
Mar.	3	602	-599	527	-73	-4.732	10	-4.722	-4.795
Apr.	2	7	-6	-10	-16	-3.023	-50	-3.073	-3.089
Mag.	1	67	-66	39	-28	-2.288	-12	-2.300	-2.328
Giu.	16	7	10	-131	-121	8.471	-42	8.429	8.308
Lug.	1	221	-219	-430	-650	-3.070	-	-3.070	-3.720
Ago.	3	5	-1	-26	-27	-1.893	-302	-2.195	-2.222
Set.	1	35	-34	-146	-180	-2.463	303	-2.160	-2.340
Ott.	7	185	-178	-53	-231	-3.188	-99	-3.287	-3518
Nov.	2	50	-48	-3	-51	-2.760	125	-2.635	-2.686
Dic.	(2)	(33)	(-31)	-16	(-47)	8.998	27	9.025	(8.978)
di cui: BTP									
1994	119	1.382	-1.263	17.662	16.399	-10.242	-767	-11.009	5.390
1995	(64)	(340)	(-277)	10.957	(10.680)	554	-331	223	(10.903)
1995 - Gen.	5	-	5	799	804	6.399	-319	6.080	6.884
Feb.	7	-	7	-290	-282	-260	-63	-323	-605
Mar.	8	-	8	3.128	3.136	-2.888	-144	-3.032	104
Apr.	4	-	4	768	772	4.713	-211	4.502	5.274
Mag.	5	-	5	1.629	1.634	-8.482	90	-8.392	-6.758
Giu.	4	-	4	1.356	1.360	13.139	-31	13.108	14.468
Lug.	5	-	5	243	248	-1.775	156	-1.619	-1.371
Ago.	5	-	5	1.463	1.468	939	-191	748	2.216
Set.	8	-	8	-27	-20	-7.023	-282	-7.305	-7.325
Ott.	5	340	-335	1.717	1.382	-8.876	191	-8.685	-7.303
Nov.	6	-	6	111	116	-5.294	-136	-5.430	-5.314
Dic.	(2)	-	(2)	60	(62)	9.962	609	10.571	(10.633)

Aste dei Buoni ordinari del Tesoro

PERIODO	BOT in scadenza			BOT offerti	Scadenza in giorni	BOT domandati	BOT aggiudicati	Prezzo medio di aggiudicazione	Rendimenti	
	Operatori	Banca d'Italia	Totale						Netto	Lordo
3 Mesi										
1995 - metà Feb.	4.720	30	4.750	5.000	89	10.305	5.000	97,92	7,82	9,00
fine "	13.390	110	13.500	13.500	91	20.541	13.500	97,67	8,61	9,92
metà Mar.	5.500	..	5.500	6.500	92	11.226	6.500	97,38	9,64	11,11
fine "	14.900	100	15.000	15.500	92	20.130	15.500	97,22	10,26	11,84
metà Apr.	5.000	..	5.000	6.000	91	12.666	6.000	97,41	9,63	11,10
fine "	14.000	..	14.000	15.000	94	19.936	15.000	97,24	9,96	11,48
metà Mag.	5.000	..	5.000	5.500	91	10.373	5.500	97,60	8,89	10,23
fine "	13.474	26	13.500	13.500	92	17.756	13.500	97,45	9,37	10,79
metà Giu.	6.425	75	6.500	6.000	92	10.364	6.000	97,40	9,56	11,02
fine "	15.402	98	15.500	15.000	91	20.351	15.000	97,39	9,71	11,19
metà Lug.	5.629	371	6.000	5.500	94	9.239	5.500	97,36	9,50	10,95
fine "	14.975	25	15.000	14.500	91	18.352	14.500	97,43	9,55	11,01
metà Ago.	5.300	200	5.500	5.250	93	9.566	5.250	97,42	9,38	10,80
fine "	13.060	440	13.500	13.000	92	16.598	13.000	97,52	9,09	10,48
metà Set.	6.000	..	6.000	6.000	91	8.575	6.000	97,55	9,08	10,46
fine "	15.000	..	15.000	15.000	91	20.865	15.000	97,44	9,51	10,96
metà Ott.	5.500	..	5.500	6.000	91	10.705	6.000	97,49	9,32	10,73
fine "	14.138	362	14.500	14.500	93	19.778	14.500	97,31	9,80	11,30
metà Nov.	5.230	20	5.250	5.250	92	10.397	5.250	97,44	9,40	10,84
fine "	13.000	..	13.000	13.000	91	16.258	13.000	97,49	9,32	10,73
metà Dic.	6.000	..	6.000	5.500	91	6.657	5.500	97,60	8,89	10,23
fine "	15.000	..	15.000	14.000	91	14.465	14.000	97,50	9,28	10,69
1996 - metà Gen.	6.000	..	6.000	5.500	91	9.336	5.500	97,64	8,73	10,05
fine "	14.500	..	14.500	14.250	90	14.413	14.213	97,74	8,44	9,71
metà Feb.	5.250	..	5.250	4.750	90	8.382	4.750	97,85	8,01	9,21
6 Mesi										
1995 - metà Feb.	5.479	1.021	6.500	6.250	180	9.565	6.250	95,63	8,23	9,48
fine "	13.833	667	14.500	14.500	183	18.614	14.500	95,19	8,95	10,33
metà Mar.	5.741	259	6.000	6.500	184	8.294	6.500	94,69	9,90	11,43
fine "	13.276	1.224	14.500	14.500	183	17.049	14.500	94,40	10,54	12,18
metà Apr.	5.850	150	6.000	6.000	185	9.907	6.000	94,71	9,80	11,32
fine "	14.290	1.210	15.500	15.500	185	18.039	15.500	94,55	10,12	11,69
metà Mag.	5.595	155	5.750	5.750	184	11.746	5.750	95,14	9,00	10,39
fine "	12.999	1.001	14.000	14.000	184	20.557	14.000	94,91	9,46	10,92
metà Giu.	4.891	609	5.500	5.500	183	11.047	5.500	94,91	9,51	10,98
fine "	12.703	297	13.000	13.000	182	17.411	13.000	94,88	9,63	11,12
metà Lug.	6.479	21	6.500	6.500	185	9.237	6.500	94,86	9,50	10,97
fine "	14.450	50	14.500	14.250	184	18.021	14.250	94,83	9,62	11,10
metà Ago.	6.095	155	6.250	6.250	185	8.560	6.250	94,91	9,41	10,86
fine "	13.391	1.109	14.500	14.000	183	17.550	14.000	95,07	9,19	10,61
metà Set.	6.312	188	6.500	6.500	182	8.292	6.500	95,22	8,95	10,32
fine "	14.294	206	14.500	14.500	182	17.262	14.500	94,93	9,53	11,00
metà Ott.	6.000	..	6.000	6.000	182	9.956	6.000	95,00	9,39	10,83
fine "	15.016	484	15.500	15.500	183	21.312	15.500	94,73	9,87	11,40
metà Nov.	5.750	..	5.750	5.750	182	11.935	5.750	95,03	9,33	10,76
fine "	13.441	559	14.000	13.750	183	17.941	13.750	95,05	9,23	10,66
metà Dic.	5.262	238	5.500	5.500	182	10.272	5.500	95,25	8,89	10,25
fine "	12.968	32	13.000	13.000	182	14.442	13.000	95,14	9,11	10,51
1996 - metà Gen.	6.366	134	6.500	6.500	182	10.102	6.500	95,35	8,69	10,02
fine "	14.250	..	14.250	14.000	182	16.773	14.000	95,59	8,21	9,47
metà Feb.	6.250	..	6.250	6.000	181	9.037	6.000	95,75	7,94	9,15

Aste dei Buoni ordinari del Tesoro

PERIODO	BOT in scadenza			BOT offerti	Scadenza in giorni	BOT domandati	BOT aggiudicati	Prezzo medio di aggiudicazione	Rendimenti	
	Operatori	Banca d'Italia	Totale						Netto	Lordo
12 Mesi										
1995 – metà Feb.	6.705	295	7.000	7.250	365	11.780	7.250	90,80	8,75	10,13
fine "	15.008	992	16.000	15.000	366	19.743	15.000	90,20	9,35	10,84
metà Mar.	4.695	305	5.000	5.500	366	8.047	5.500	89,40	10,20	11,82
fine "	12.986	1.014	14.000	13.500	365	15.404	13.500	89,15	10,49	12,17
metà Apr.	4.308	192	4.500	4.500	367	7.898	4.500	89,70	9,85	11,42
fine "	11.305	1.695	13.000	12.500	368	15.202	12.500	89,25	10,30	11,95
metà Mag.	5.057	443	5.500	5.000	366	8.700	5.000	90,55	8,99	10,41
fine "	9.590	910	10.500	10.500	367	14.843	10.500	90,10	9,43	10,93
metà Giu.	3.671	329	4.000	4.000	365	6.217	4.000	90,05	9,54	11,05
fine "	10.042	458	10.500	10.500	364	12.590	10.500	89,95	9,67	11,20
metà Lug.	5.067	183	5.250	5.000	367	7.443	5.000	90,05	9,48	10,99
fine "	12.847	653	13.500	13.250	366	14.727	13.250	90,00	9,56	11,08
metà Ago.	5.651	99	5.750	5.500	366	7.479	5.500	90,25	9,30	10,77
fine "	11.551	449	12.000	12.000	366	14.900	12.000	90,45	9,09	10,53
metà Set.	5.300	700	6.000	6.000	367	9.910	6.000	90,50	9,02	10,44
fine "	14.450	50	14.500	14.500	367	14.951	14.500	90,15	9,38	10,87
metà Ott.	6.677	323	7.000	6.500	365	14.005	6.500	90,25	9,33	10,80
fine "	16.980	20	17.000	17.000	367	20.638	17.000	89,80	9,75	11,30
metà Nov.	6.999	1	7.000	7.000	366	10.356	7.000	90,30	9,25	10,71
fine "	13.245	255	13.500	13.250	365	16.856	13.250	90,45	9,12	10,56
metà Dic.	4.445	55	4.500	4.500	367	5.969	4.500	90,70	8,81	10,20
fine "	14.999	1	15.000	15.000	367	17.048	15.000	90,55	8,96	10,38
1996 – metà Gen.	7.350	150	7.500	7.500	366	14.155	7.500	91,15	8,37	9,68
fine "	16.999	1	17.000	16.750	366	17.532	16.750	91,40	8,12	9,38
metà Feb.	7.250	..	7.250	7.000	365	11.000	7.000	91,55	7,98	9,23
Totale										
1995 – metà Feb.	16.904	1.346	18.250	18.500	–	31.651	18.500	–	8,32	9,60
fine "	42.231	1.769	44.000	43.000	–	58.898	43.000	–	8,98	10,38
metà Mar.	15.936	564	16.500	18.500	–	27.567	18.500	–	9,90	11,43
fine "	41.162	2.338	43.500	43.500	–	52.854	43.500	–	10,42	12,06
metà Apr.	15.158	342	15.500	16.500	–	30.470	16.500	–	9,75	11,27
fine "	39.595	2.905	42.500	43.000	–	53.178	43.000	–	10,12	11,69
metà Mag.	15.652	598	16.250	16.250	–	30.819	16.250	–	8,96	10,34
fine "	36.063	1.937	38.000	38.000	–	53.157	38.000	–	9,42	10,88
metà Giu.	14.987	1.013	16.000	15.500	–	27.628	15.500	–	9,54	11,01
fine "	38.147	853	39.000	38.500	–	50.353	38.500	–	9,67	11,17
metà Lug.	17.175	575	17.750	17.000	–	25.920	17.000	–	9,49	10,97
fine "	42.272	728	43.000	42.000	–	51.099	42.000	–	9,58	11,06
metà Ago.	17.045	455	17.500	17.000	–	25.604	17.000	–	9,37	10,81
fine "	38.002	1.998	40.000	39.000	–	49.048	39.000	–	9,13	10,54
metà Set.	17.612	888	18.500	18.500	–	26.777	18.500	–	9,01	10,40
fine "	43.744	256	44.000	44.000	–	53.078	44.000	–	9,47	10,94
metà Ott.	18.177	323	18.500	18.500	–	34.666	18.500	–	9,35	10,79
fine "	46.135	865	47.000	47.000	–	61.729	47.000	–	9,80	11,33
metà Nov.	17.979	21	18.000	18.000	–	32.688	18.000	–	9,32	10,76
fine "	39.686	814	40.500	40.000	–	51.055	40.000	–	9,22	10,65
metà Dic.	15.707	293	16.000	15.500	–	22.899	15.500	–	8,87	10,23
fine "	42.967	33	43.000	42.000	–	45.954	42.000	–	9,11	10,52
1995 – metà Gen.	19.716	284	20.000	19.500	–	33.593	19.500	–	8,58	9,90
fine "	45.749	1	45.750	45.000	–	48.718	44.963	–	8,25	9,51
metà Feb.	18.750	..	18.750	17.750	–	28.420	17.750	–	7,97	9,20

Acquisti pronti contro termine di titoli da parte della Banca d'Italia

DATA DELL'ASTA	Importo dell'operazione		Durata in giorni		Tassi di aggiudicazione	
	Offerto	Accolto	Minima	Massima	Marginale	Medio ponderato
1995 - Mag. 25	6.000	6.000	24	25	10,35	10,38
1995 - Mag. 26	7.000	7.000	26	26	10,40	10,46
1995 - Giu. 5	11.000	11.000	28	28	10,54	10,58
1995 - Giu. 15	14.000	14.000	17	18	10,53	10,56
1995 - Giu. 19	8.000	8.000	18	18	10,61	10,64
1995 - Giu. 21	7.000	7.000	19	19	10,58	10,60
1995 - Giu. 26	13.500	11.719	18	18	10,44	10,54
1995 - Giu. 27	4.000	4.000	20	20	10,53	10,55
1995 - Lug. 7	8.000	8.000	25	25	10,59	10,60
1995 - Lug. 10	10.000	10.000	30	30	10,53	10,54
1995 - Lug. 17	12.000	12.000	30	31	10,58	10,61
1995 - Lug. 24	10.000	10.000	28	29	10,50	10,53
1995 - Lug. 26	11.500	10.811	23	23	10,30	10,47
1995 - Ago. 1	5.000	5.000	30	31	10,51	10,52
1995 - Ago. 9	7.500	7.500	33	33	10,36	10,38
1995 - Ago. 11	2.500	2.500	5	5	10,07	10,08
1995 - Ago. 17	10.500	10.500	32	32	10,22	10,26
1995 - Ago. 18	11.000	11.000	32	32	10,15	10,19
1995 - Ago. 22	10.000	10.000	10	10	10,07	10,12
1995 - Ago. 25	7.000	6.158	6	6	10,00	10,02
1995 - Ago. 28	7.000	7.000	16	16	10,02	10,06
1995 - Set. 8	5.500	5.500	21	24	10,13	10,15
1995 - Set. 13	6.000	6.000	19	19	10,13	10,15
1995 - Set. 18	6.000	6.000	13	14	10,13	10,15
1995 - Set. 19	11.500	11.500	13	13	10,13	10,14
1995 - Set. 25	7.000	7.000	9	9	10,31	10,33
1995 - Set. 26	7.000	7.000	3	3	10,29	10,32
1995 - Ott. 3	10.000	10.000	12	13	10,36	10,37
1995 - Ott. 16	5.000	5.000	17	17	10,38	10,40
1995 - Ott. 24	5.000	5.000	14	14	10,86	10,87
1995 - Ott. 26	9.000	9.000	7	7	10,77	10,82
1995 - Nov. 10	4.000	4.000	18	21	10,60	10,62
1995 - Nov. 23	4.000	4.000	7	7	10,51	10,54
1995 - Nov. 24	5.500	5.500	7	7	10,52	10,54
1995 - Dic. 4	15.000	15.000	10	11	10,51	10,54
1995 - Dic. 11	9.000	9.000	22	22	10,57	10,60
1995 - Dic. 15	4.000	4.000	15	18	10,67	10,73
1995 - Dic. 27	14.000	14.000	6	6	10,68	10,75
1995 - Dic. 28	10.000	10.000	7	7	10,50	10,65
1996 - Gen. 4	10.000	10.000	28	28	10,48	10,50
1996 - Gen. 23	10.000	10.000	8	8	10,08	10,11
1996 - Gen. 25	8.000	8.000	29	29	9,96	9,99
1996 - Gen. 26	11.000	11.000	18	18	9,94	10,04
1996 - Gen. 31	5.500	5.500	30	30	9,88	9,92
1996 - Feb. 12	9.500	9.500	29	29	9,87	9,92

Acquisti pronti contro termine di valuta da parte della Banca d'Italia

DATA DELL'ASTA	Importo dell'operazione		Durata in giorni	Tasso di cambio a pronti	Punti <i>Forward</i>		Tassi di aggiudicazione	
	Offerto	Accolto			Marginale	Medio ponderato	Marginale	Medio ponderato
Dollari								
1995 – Gen. 23	5.000	5.000	91	1.585,00	9,82	9,91	8,80	8,82
1995 – Feb. 23	4.000	4.000	92	1.616,00	12,31	12,39	9,22	9,23
1995 – Mar. 3	2.500	2.500	96	1.672,50	15,58	15,67	9,95	9,98
1995 – Mar. 16	5.000	5.000	35	1.690,00	6,50	6,70	10,62	10,75
1995 – Apr. 18	5.000	5.000	32	1.698,00	6,36	6,39	10,36	10,38
1995 – Apr. 21	5.000	5.000	91	1.732,00	19,83	19,94	10,79	10,81
1995 – Mag. 18	5.000	5.000	31	1.658,00	16,18	16,23	10,00	10,02
1995 – Mag. 25	4.000	4.000	92	1.662,00	17,50	17,53	10,25	10,25
1995 – Giu. 5	4.000	4.000	30	1.628,50	19,02	19,13	10,54	10,56
1995 – Lug. 24	5.000	5.000	92	1.598,50	18,75	19,62	10,60	10,81
1995 – Ago. 18	5.000	5.000	92	1.625,00	17,55	17,64	10,23	10,25
1995 – Ago. 28	4.000	4.000	92	1.620,00	17,38	17,47	10,14	10,16
1995 – Set. 5	4.000	4.000	91	1.625,50	17,68	17,75	10,24	10,26
1995 – Ott. 24	5.000	5.000	92	1.616,50	20,58	20,63	10,99	11,01
1995 – Nov. 20	5.000	5.000	92	1.597,50	18,63	18,68	10,44	10,46
1995 – Nov. 28	4.000	4.000	91	1.595,50	18,10	18,14	10,43	10,44
1995 – Dic. 5	4.000	4.000	91	1.598,50	18,82	18,86	10,54	10,55
1996 – Gen. 24	5.000	5.000	91	1.595,25	16,32	16,43	9,60	9,63
1996 – Feb. 20	5.000	5.000	29	1.587,00	6,27	6,30	10,24	10,26
Marchi								
1995 – Lug. 20	3.000	3.000	31	1.172,00	6,13	6,15	10,66	10,68
1995 – Ago. 3	4.000	4.000	14	1.134,00	2,50	2,52	10,18	10,22
1995 – Ago. 8	4.000	4.000	32	1.124,50	5,76	5,79	10,22	10,25
1995 – Ago. 17	4.000	4.000	31	1.096,00	5,21	5,22	10,04	10,05
1995 – Ago. 22	3.000	3.000	32	1.094,00	5,45	5,47	10,06	10,08
1995 – Set. 7	4.000	4.000	30	1.096,00	5,30	5,32	10,01	10,03
1995 – Set. 19	4.000	4.000	32	1.088,00	5,65	5,67	10,05	10,06
1995 – Set. 21	3.000	3.000	30	1.118,00	5,61	5,63	10,17	10,19
1995 – Ott. 9	4.000	4.000	33	1.136,00	6,57	6,58	10,40	10,40
1995 – Ott. 19	4.000	4.000	14	1.128,50	2,67	2,68	10,22	10,24
1995 – Ott. 23	3.000	3.000	33	1.162,00	6,94	6,95	10,67	10,68
1995 – Nov. 2	4.000	4.000	30	1.126,00	5,88	5,90	10,35	10,37
1995 – Nov. 9	4.000	4.000	30	1.118,50	5,89	5,91	10,40	10,42
1995 – Nov. 23	3.000	3.000	14	1.127,25	2,77	2,78	10,33	10,35
1995 – Dic. 4	4.000	4.000	33	1.114,50	6,45	6,48	10,46	10,50
1995 – Dic. 6	4.000	4.000	31	1.113,50	6,03	6,05	10,50	10,52
1995 – Dic. 11	4.000	4.000	34	1.102,50	6,47	6,48	10,43	10,44
1996 – Gen. 4	4.000	4.000	30	1.089,50	6,06	6,07	10,29	10,31
1996 – Gen. 9	4.000	4.000	31	1.090,50	6,24	6,27	10,27	10,32
1996 – Gen. 11	4.000	4.000	30	1.093,50	6,03	6,05	10,17	10,19
1996 – Feb. 6	4.000	4.000	29	1.071,70	5,46	5,47	9,72	9,73
1996 – Feb. 8	4.000	4.000	29	1.066,00	5,44	5,44	9,73	9,73
1996 – Feb. 14	4.000	4.000	31	1.075,50	6,01	6,04	9,88	9,92

**Operazioni in BOT in via definitiva della Banca d'Italia:
metodo dell'asta competitiva**

DATA DELL'ASTA	Importo dell'operazione			Vita residua in giorni		Tassi di aggiudicazione	
	Offerto	Richiesto	Accolto	Minima	Massima	Marginale	Medio ponderato
1994 – 11 Agosto	1.750	942	942	96	126	8,05	8,26
11 Agosto	1.250	2.600	1.250	141	172	8,30	8,31
29 Agosto	1.000	2.618	1.000	108	170	8,55	8,57
14 Settembre	1.000	2.136	1.000	92	154	8,55	8,67
11 Ottobre	1.500	3.317	1.500	97	155	8,80	8,91
12 Ottobre	1.500	2.065	1.500	96	154	8,65	8,76
18 Ottobre	1.000	1.935	1.000	148	163	8,85	8,91
4 Novembre	1.000	3.998	1.000	131	175	9,05	9,05
18 Novembre	1.500	1.420	1.420	117	132	8,50	8,73
28 Novembre	1.500	2.528	1.500	137	183	8,85	8,99
29 Novembre	1.250	1.897	1.250	136	198	8,77	8,87
6 Dicembre	1.000	1.937	1.000	160	191	9,02	9,07
1995 – 5 Gennaio	1.000	1.149	1.000	161	176	9,00	9,21
9 Marzo	1.500	1.988	1.500	113	174	10,03	10,09
13 Aprile	1.250	1.662	1.250	78	139	10,02	10,25
14 Aprile	750	1.620	750	154	230	10,31	10,36
20 Aprile	1.000	1.591	1.000	40	102	10,20	10,22
3 Maggio	1.000	1.250	1.000	89	180	9,80	10,21
24 Maggio	1.000	2.007	1.000	82	159	10,14	10,25
9 Giugno	1.500	1.897	1.500	82	174	10,20	10,41
20 Giugno	1.000	2.585	1.000	101	192	10,67	10,67
19 Luglio	1.000	2.107	1.000	119	163	10,55	10,74
24 Agosto	1.500	2.381	1.500	67	160	10,02	10,09
1 Settembre	-1.000	-3.080	-1.000	59	59	10,42	10,37
2 Ottobre	1.500	1.879	1.500	88	121	10,10	10,17
19 Ottobre	1.500	1.651	1.500	104	194	9,96	10,09
3 Novembre	-1.450	-5.470	1.450	56	56	10,58	10,54
1996 – 12 Gennaio	-1.700	-5.000	-1.700	19	48	10,30	10,24
2 Febbraio	750	1.607	750	56	88	9,25	9,36
15 Febbraio	-2.000	-3.730	-2.000	29	106	10,29	10,39

Tassi ufficiali
(valori percentuali)

DATA	Sconto	Anticipazione ordinaria (base) (a)	Maggiorazione (b)	Anticipazione a scadenza fissa (a) + (b)
1991 – Mag. 13	11,50	11,50	..	11,50
Nov. 26	11,50	11,50	0,50	12,00
Dic. 23	12,00	12,00	0,50	12,50
1992 – Giu. 5	12,00	12,00	1,00	13,00
Lug. 6	13,00	13,00	1,50	14,50
Lug. 17	13,75	13,75	1,50	15,25
Ago. 4	13,25	13,25	1,50	14,75
Set. 4	15,00	15,00	1,50	16,50
Ott. 9	15,00	15,00	1,00	16,00
Ott. 26	14,00	14,00	1,00	15,00
Nov. 13	13,00	13,00	1,00	14,00
Dic. 23	12,00	12,00	1,00	13,00
1993 – Feb. 4	11,50	11,50	1,00	12,50
Apr. 23	11,00	11,00	1,00	12,00
Mag. 21	10,50	10,50	1,00	11,50
Giu. 14	10,00	10,00	1,00	11,00
Lug. 6	9,00	9,00	1,00	10,00
Set. 10	8,50	8,50	1,00	9,50
Ott. 22	8,00	8,00	1,00	9,00
1994 – Feb. 18	7,50	7,50	1,00	8,50
Mag. 12	7,00	7,00	1,00	8,00
Ago. 12	7,50	7,50	1,00	8,50
1995 – Feb. 22	8,25	8,25	1,50	9,75
Mag. 29	9,00	9,00	1,50	10,50

Tassi d'interesse
(valori percentuali)

PERIODO	Operazioni della Banca d'Italia						Buoni ordinari del Tesoro			
	Sconto	Anticipazioni a scadenza fissa	Acquisti pronti c/termine				3 mesi	6 mesi	12 mesi	Media
			In valuta		In titoli					
			Minimo	Medio	Minimo	Medio				
1992	12,00	13,00	13,80	13,89	13,42	13,57	14,48	14,38	14,02	14,32
1993	8,00	9,00	9,96	9,99	10,07	10,14	10,47	10,52	10,74	10,58
1994	7,50	8,50	8,24	8,26	8,21	8,25	8,84	9,13	9,50	9,17
1994 - Gen. .	8,00	9,00	8,34	8,36	8,57	8,62	8,26	8,70	8,69	8,59
Feb. ..	7,50	8,50	8,42	8,44	8,39	8,46	8,66	8,83	8,81	8,78
Mar. ..	7,50	8,50	7,27	8,29	8,37	8,39	8,91	8,96	9,00	8,96
Apr. ..	7,50	8,50	8,00	8,02	8,11	8,15	8,60	8,75	8,75	8,71
Mag. .	7,00	8,00	7,53	7,55	7,72	7,74	8,08	8,04	8,15	8,09
Giu. ..	7,00	8,00	7,76	7,78	7,83	7,87	8,67	8,56	9,12	8,76
Lug. ..	7,00	8,00	8,01	8,04	8,06	8,10	8,61	8,94	9,37	8,98
Ago. ..	7,50	8,50	8,61	8,67	8,29	8,33	9,19	9,77	10,40	9,80
Set. ..	7,50	8,50	8,45	8,47	8,21	8,24	9,16	9,74	10,29	9,73
Ott. ..	7,50	8,50	8,45	8,47	8,33	8,36	9,48	9,89	10,68	10,07
Nov. ..	7,50	8,50	8,36	8,38	8,29	8,31	9,20	9,60	10,25	9,70
Dic. ..	7,50	8,50	8,65	8,69	8,36	8,39	9,28	9,72	10,44	9,81
1995 - Gen. .	7,50	8,50	8,71	8,73	8,48	8,53	9,44	9,90	10,55	10,01
Feb. ..	8,25	9,75	8,80	8,82	8,44	8,48	9,67	10,07	10,61	10,15
Mar. ..	8,25	9,75	10,50	10,58	10,17	10,22	11,62	11,95	12,07	11,87
Apr. ..	8,25	9,75	10,54	10,56	10,45	10,48	11,37	11,59	11,81	11,57
Mag. .	9,00	10,50	10,16	10,18	10,32	10,35	10,63	10,77	10,76	10,72
Giu. ..	9,00	10,50	10,53	10,56	10,54	10,58	11,14	11,08	11,16	11,12
Lug. ..	9,00	10,50	10,56	10,63	10,50	10,55	10,99	11,06	11,06	11,04
Ago. ..	9,00	10,50	10,15	10,17	10,18	10,20	10,57	10,69	10,61	10,62
Set. ..	9,00	10,50	10,12	10,14	10,19	10,21	10,82	10,79	10,74	10,78
Ott. ..	9,00	10,50	10,57	10,58	10,59	10,62	11,13	11,24	11,16	11,18
Nov. ..	9,00	10,50	10,39	10,41	10,54	10,57	10,76	10,69	10,61	10,69
Dic. ..	9,00	10,50	10,48	10,50	10,59	10,65	10,56	10,43	10,34	10,44
1996 - Gen. .	9,00	10,50	10,08	10,11	10,07	10,11	9,80	9,64	9,47	9,63

Tassi d'interesse bancari
(valori percentuali)

PERIODO	Operazioni interbancarie					Operazioni con la clientela						Prime rate ABI
	Conti liberi	Over-night	1 mese	3 mesi	Eurolira 3 mesi	Depositi		Certificati di deposito		Prestiti		
						Massimo	Medio	Meno di 6 mesi	18-24 mesi	Minimo	Medio	
1992	13,37	12,72	13,94	13,85	13,59	10,75	8,69	....	....	13,37	16,93	14,00
1993	8,78	8,67	8,66	8,59	8,40	7,88	6,95	....	....	9,05	11,99	9,88
1994	8,45	8,20	8,70	9,04	8,84	6,88	5,90	....	....	8,31	11,10	9,38
1995 - Gen.	8,74	8,42	8,73	9,13	8,93	7,11	5,92	....	....	8,38	11,23	9,38
Feb.	8,81	8,39	8,73	9,09	8,85	7,11	5,98	7,58	8,20	8,45	11,38	10,00
Mar.	10,35	10,22	10,65	11,01	10,72	7,36	6,08	7,94	8,51	8,82	11,89	10,13
Apr.	10,68	10,42	10,57	10,96	10,73	7,65	6,21	8,16	8,70	9,32	12,39	10,88
Mag.	10,63	10,27	10,33	10,45	10,26	7,85	6,33	8,26	8,73	9,60	12,49	11,38
Giu.	10,90	10,62	10,76	10,95	10,67	8,14	6,46	8,43	8,84	9,93	12,85	11,63
Lug.	10,86	10,44	10,64	10,96	10,76	8,36	6,57	8,56	9,01	10,04	12,91	11,50
Ago.	10,66	10,26	10,31	10,47	10,29	8,39	6,65	8,58	9,11	10,08	12,94	11,50
Set.	10,45	10,26	10,31	10,40	10,22	8,41	6,71	8,61	9,18	10,02	12,87	11,50
Ott.	10,54	10,45	10,57	10,77	10,55	8,45	6,77	8,64	9,17	10,10	12,87	11,50
Nov.	10,60	10,45	10,57	10,68	10,51	8,52	6,81	8,67	9,15	10,24	13,00	11,50
Dic.	10,62	10,65	10,64	10,61	10,43	(8,62)	(6,87)	(8,66)	(9,20)	(10,18)	(12,88)	11,50
1996 - Gen. ....	....	10,20	10,20	10,07	9,92	....	....	....	....	....	....	(11,50)

Banche: principali voci di situazione
(consistenze in miliardi di lire)

PERIODO	Attivo								
	Riserve bancarie	Impieghi a residenti	Titoli	Azioni	Partecipazioni	Operazioni pronti contro termine	Sofferenze ed effetti propri insoluti e al protesto	Rapporti interbancari	Capitali fruttiferi sull'estero
1992	132.065	989.183	327.513	3.020	38.743	16.427	54.729	157.849	165.187
1993	108.626	1.028.446	349.770	3.172	40.255	27.792	70.185	171.104	229.057
1994	92.888	1.039.792	385.969	3.392	46.675	16.846	91.108	165.436	201.953
1995 – Gen. ...	95.290	1.026.600	372.964	2.740	44.930	13.376	93.385	129.313	185.752
Feb. ...	93.835	1.036.397	373.266	2.588	44.926	16.081	95.363	134.846	199.374
Mar. ...	90.838	1.044.457	373.040	1.801	44.939	13.559	97.427	138.174	214.061
Apr. ...	90.407	1.046.727	371.517	1.667	50.672	13.205	98.966	126.737	192.594
Mag. ...	90.936	1.043.094	358.772	1.597	50.612	14.742	100.010	129.113	198.326
Giu. ...	94.900	1.058.476	357.660	1.649	50.698	14.462	100.871	132.947	196.939
Lug. ...	84.039	1.058.673	346.140	1.576	52.379	14.372	102.101	124.384	(193.517)
Ago. ...	85.302	1.043.348	346.985	1.547	52.727	16.365	102.622	131.465	(197.557)
Set. ...	77.772	1.042.910	353.857	1.536	54.533	13.642	104.089	131.707	(198.829)
Ott. ...	85.122	1.043.069	344.794	1.500	54.825	14.103	105.519	136.153	(206.159)
Nov. ...	80.965	1.048.269	345.596	1.538	53.738	14.790	105.673	139.686	(220.654)
Dic. ...	(79.169)	(1.073.410)	(352.273)	(1.731)	(49.715)	(14.772)	(110.134)	(150.479)	(231.535)

PERIODO	Passivo									
	Depositi in lire di residenti		Obbligazioni	Fondi pubblici e Mediocredito centrale	Crediti da BI-UIC	Operazioni pronti contro termine	Rapporti interbancari	Patrimonio	Provvista sull'estero	Saldo altre voci
		di cui: certificati di deposito								
1992	852.840	275.994	166.407	7.414	8.936	138.035	159.320	189.993	367.496	-5.727
1993	919.115	315.207	194.113	8.486	2.722	142.945	179.086	206.017	369.979	5.943
1994	923.371	309.379	217.028	8.982	2.834	132.680	166.671	219.387	375.663	-2.557
1995 – Gen. ...	879.832	318.196	216.480	6.253	2.293	158.144	145.433	222.629	367.300	-34.016
Feb. ...	880.463	318.849	217.319	6.120	4.900	168.798	151.918	226.635	382.612	-42.088
Mar. ...	877.662	322.194	216.184	5.967	3.555	156.587	154.225	230.692	407.576	-34.151
Apr. ...	877.942	321.609	215.453	6.189	2.291	164.733	141.625	228.532	383.670	-27.943
Mag. ...	870.698	323.236	215.682	6.198	10.301	152.155	145.503	227.111	370.594	-11.039
Giu. ...	879.617	324.516	215.124	6.391	2.701	169.897	148.447	228.253	375.803	-17.631
Lug. ...	862.608	323.791	213.937	6.492	2.669	171.981	137.853	228.788	357.534	(-4.679)
Ago. ...	859.433	326.473	214.814	7.418	2.610	184.014	143.441	232.600	344.743	(-11.156)
Set. ...	880.318	328.229	215.613	6.247	2.475	159.113	141.561	232.878	353.370	(-12.700)
Ott. ...	879.138	332.962	215.401	6.317	3.144	158.471	145.090	233.637	350.439	(-392)
Nov. ...	868.746	335.992	215.727	6.286	4.503	155.782	149.002	234.101	347.056	(29.706)
Dic. ...	(933.927)	(338.328)	(216.236)	(6.384)	7.989	(164.301)	(163.939)	(232.082)	(343.838)	(-5.208)

Banche: impieghi e titoli
(consistenze in miliardi di lire)

PERIODO	Impieghi a residenti						Impieghi a non residenti
	A breve		A medio e a lungo termine		Totale		
		di cui: in lire		di cui: in lire		di cui: in lire	
1992	571.745	456.661	417.438	354.216	989.183	810.877	17.036
1993	559.308	468.053	469.138	404.495	1.028.446	872.549	22.312
1994	535.159	458.554	504.633	449.277	1.039.792	907.830	17.901
1995 - Gen.	534.763	449.425	491.837	444.124	1.026.600	893.549	17.463
Feb.	539.991	449.438	496.406	445.143	1.036.397	894.581	17.802
Mar.	543.831	453.687	500.626	447.166	1.044.457	900.853	18.820
Apr.	548.743	465.926	497.984	445.834	1.046.727	911.760	17.822
Mag.	543.351	465.758	499.743	448.264	1.043.094	914.022	18.059
Giu.	553.505	476.782	504.971	453.453	1.058.476	930.236	11.955
Lug.	556.778	484.411	501.895	452.559	1.058.673	936.970	11.953
Ago.	541.383	473.443	501.965	454.002	1.043.348	927.445	11.275
Set.	537.994	470.312	504.916	457.180	1.042.910	927.491	11.700
Ott.	537.637	472.122	505.432	459.086	1.043.069	931.208	11.519
Nov.	540.222	477.377	508.047	462.648	1.048.269	940.025	11.612
Dic.	(556.942)	(496.539)	(516.468)	(472.383)	(1.073.410)	(968.922)	(13.251)

PERIODO	Titoli						Totale
	Titoli di Stato			Obbligazioni		di cui: emesse da banche	
		di cui:					
		a breve	CCT	BTP			
1992	261.568	31.217	162.862	64.106	63.296	57.825	327.513
1993	294.657	74.863	140.032	76.766	53.768	49.206	349.770
1994	326.992	68.456	134.351	119.663	58.027	50.842	385.969
1995 - Gen.	317.929	58.395	134.309	119.901	54.224	49.537	372.964
Feb.	317.862	54.044	135.801	120.643	54.701	50.138	373.266
Mar.	317.082	50.742	135.903	122.235	55.175	50.489	373.040
Apr.	315.803	47.196	136.930	122.863	55.130	50.492	371.517
Mag.	302.883	43.486	131.045	118.062	55.372	50.904	358.772
Giu.	301.172	44.247	129.744	117.187	55.979	51.469	357.660
Lug.	293.096	39.439	127.531	113.317	52.537	49.113	346.140
Ago.	294.445	39.067	128.932	112.624	52.073	48.823	346.985
Set.	302.379	41.901	131.460	115.018	51.033	47.868	353.857
Ott.	294.953	38.475	132.829	107.886	49.426	46.604	344.794
Nov.	295.555	38.642	132.323	107.984	49.640	46.934	345.596
Dic.	(300.603)	(43.679)	(132.270)	(105.850)	(51.289)	(48.582)	(352.273)

Banche: depositi*(consistenze in miliardi di lire)*

PERIODO	Depositi in lire di residenti - dati di fine periodo						Depositi in valuta di residenti	Depositi di non residenti
	Depositi in c/c	Depositi a risparmio	Certificati di deposito			Totale		
			di cui: a breve	di cui: a medio/lungo				
1992	432.085	144.762	275.994	92.399	183.595	852.840	11.274	21.191
1993	462.160	141.747	315.207	87.291	227.916	919.115	14.178	20.291
1994	478.186	135.806	309.379	71.778	237.601	923.371	14.830	13.858
1995 - Gen.	437.366	124.269	318.196	69.820	248.376	879.832	15.725	13.574
Feb.	439.213	122.401	318.848	68.702	250.147	880.463	16.051	13.365
Mar.	435.747	119.722	322.194	68.806	253.388	877.662	18.554	13.753
Apr.	436.612	119.721	321.609	66.409	255.200	877.942	18.602	13.764
Mag.	430.526	116.936	323.236	64.897	258.340	870.698	19.082	12.530
Giu.	438.047	117.054	324.516	65.700	258.816	879.617	19.213	13.395
Lug.	423.624	115.194	323.791	64.142	259.648	862.608	19.234	13.186
Ago.	418.212	114.748	326.473	63.143	263.330	859.433	19.741	12.554
Set.	436.583	115.506	328.229	61.701	266.528	880.318	19.087	13.152
Ott.	432.956	113.221	332.962	61.191	271.770	879.138	20.200	13.900
Nov.	419.918	112.836	335.992	59.824	276.169	868.746	20.564	13.751
Dic.	(477.039)	(118.561)	(338.328)	(58.924)	(279.403)	(933.927)	(20.490)	(12.523)

PERIODO	Depositi in lire di residenti - dati medi				
	Depositi in c/c		Certificati di deposito		Totale
			di cui: a breve	di cui: a medio/lungo	
1992	378.350	273.777	91.057	182.720	789.042
1993	412.173	315.746	87.356	228.390	857.127
1994	425.175	307.792	70.281	237.511	862.415
1995 - Gen.	439.483	314.160	75.353	238.807	880.433
Feb.	422.714	317.311	73.721	243.590	862.941
Mar.	425.834	319.267	73.423	245.844	865.617
Apr.	425.448	320.488	72.357	248.131	865.228
Mag.	429.316	321.034	70.050	250.984	868.136
Giu.	417.358	322.782	67.570	255.212	856.209
Lug.	417.741	321.169	66.045	255.124	855.587
Ago.	403.768	323.307	64.303	259.004	842.268
Set.	413.102	326.339	62.916	263.424	854.463
Ott.	417.116	329.264	62.201	267.063	860.024
Nov.	421.906	333.296	61.213	272.083	868.361
Dic.	(427.539)	(336.348)	(62.568)	(273.780)	(876.612)

Banche: impieghi per branche di attività economica

(consistenze in miliardi di lire)

Ottobre 1995

BRANCHE DI ATTIVITÀ ECONOMICA	Consistenze				Variazioni percentuali nei dodici mesi			
	Totale	Imprese pubbliche	Imprese private	Famiglie produttrici	Totale	Imprese pubbliche	Imprese private	Famiglie produttrici
Prodotti dell'agricoltura, della silvicoltura e della pesca	29.209	59	14.705	14.445	4,3	3,5	1,0	7,8
Prodotti energetici	22.784	15.172	7.505	107	3,9	2,5	6,8	17,6
di cui: <i>energia elettrica</i>	12.986	11.909	1.053	24	12,9	12,0	24,5	14,3
<i>gas e acqua</i>	2.775	652	2.098	25	18,0	-23,7	42,0	25,0
Minerali e metalli ferrosi e non ferrosi	11.095	146	10.547	402	5,0	-50,0	6,2	19,3
Minerali e prodotti a base di minerali non metallici	19.364	242	16.667	2.455	9,3	-28,2	9,7	12,2
Prodotti chimici	19.792	180	18.996	616	37,5	-37,9	40,1	13,2
Prodotti in metallo escluse le macchine e i mezzi di trasporto	32.627	1.799	24.473	6.355	9,1	-43,4	15,2	16,0
Macchine agricole e industriali	28.309	679	24.961	2.669	7,2	-71,9	15,5	11,9
Macchine per ufficio, elaborazione dati, strumenti di precisione, ottica e simili	6.920	15	6.405	500	33,4	-86,5	37,7	17,4
Materiali e forniture elettriche	22.181	502	20.074	1.605	16,8	-35,3	19,2	17,2
Mezzi di trasporto	12.430	1.180	10.516	734	1,5	-45,3	11,9	5,9
Prodotti alimentari, bevande e prodotti a base di tabacco	34.093	65	29.775	4.253	13,9	-5,8	14,3	11,1
Prodotti tessili, cuoio e calzature, abbigliamento	44.097	47	36.992	7.058	10,0	46,9	9,8	10,5
Carta e prodotti della stampa e editoria	15.977	235	13.834	1.908	15,3	-2,5	15,3	18,1
Prodotti in gomma e plastica	11.101	26	9.383	1.692	15,5	4,0	14,9	18,9
Altri prodotti industriali	21.895	18	15.831	6.046	9,6	80,0	8,4	12,7
Edilizia e opere pubbliche	115.162	6.275	87.893	20.994	4,4	-13,9	4,5	11,2
Servizi del commercio	123.912	698	82.640	40.574	8,3	89,7	6,8	10,6
di cui: <i>commercio all'ingrosso</i> ..	76.581	368	59.763	16.450	7,5	20,3	6,9	9,4
Alberghi e pubblici esercizi	19.061	110	10.764	8.187	9,0	10,0	6,7	12,2
Servizi dei trasporti interni	22.536	13.690	5.367	3.479	-2,1	-6,7	1,6	13,5
Servizi dei trasporti marittimi e aerei ..	6.466	2.817	3.576	73	0,7	1,3	-0,2	32,7
Servizi connessi ai trasporti	7.013	1.948	4.597	468	-0,6	-8,9	2,4	8,6
Servizi delle comunicazioni	8.937	8.688	226	23	-13,7	-14,7	55,9	9,5
Altri servizi destinabili alla vendita ...	102.039	1.713	86.318	14.008	13,3	-26,2	14,1	15,8
Totale generale ...	737.000	56.304	542.045	138.651	8,7	-12,9	10,8	11,7
Credito accordato	1.046.491	87.726	798.910	159.855	9,1	-3,9	10,5	10,2

Fondi comuni mobiliari di diritto italiano:
(valori di bilancio di fine

PERIODO	Titoli in lire						
	Titoli di Stato				Obbligazioni	Azioni	Totale
	di cui:						
	BOT	BTP	CCT				
1992	32.174	1.492	6.726	18.727	2.657	6.576	41.407
1993	51.298	2.630	24.799	18.583	2.181	12.220	65.699
1994	52.400	6.981	20.551	22.960	2.600	20.598	75.599
1995	63.459	10.285	23.408	26.375	2.675	18.922	85.056
1993 – IV trim.	51.298	2.630	24.799	18.583	2.181	12.220	65.699
1994 – I trim.	58.211	3.283	32.834	17.787	2.000	16.895	77.106
II "	61.679	4.194	32.401	20.760	2.365	20.492	84.536
III "	58.877	6.046	27.788	21.936	2.434	21.940	83.251
IV "	52.400	6.981	20.551	22.960	2.600	20.598	75.599
1995 – I trim.	54.899	12.322	16.323	23.505	2.649	19.269	76.818
II "	56.004	11.123	17.948	25.058	2.587	19.939	78.530
III "	58.816	9.939	21.844	24.410	2.672	19.926	80.785
IV "	63.459	10.285	23.408	26.375	2.675	18.922	85.056
1994 – Dic.	52.400	6.981	20.551	22.960	2.600	20.598	75.599
1995 – Gen.	57.021	8.717	21.191	25.440	2.701	21.499	81.221
Feb.	57.759	11.247	18.811	24.864	2.669	20.622	81.049
Mar.	54.899	12.322	16.323	23.505	2.649	19.269	76.818
Apr.	56.484	12.545	17.182	24.111	2.521	20.596	79.600
Mag.	56.247	11.764	18.168	24.297	2.541	20.883	79.670
Giu.	56.004	11.123	17.948	25.058	2.587	19.939	78.530
Lug.	57.275	10.025	20.262	25.004	2.677	20.508	80.460
Ago.	58.959	9.396	20.792	26.562	2.861	20.455	82.275
Set.	58.816	9.939	21.844	24.140	2.672	19.296	80.785
Ott.	59.216	9.936	21.282	24.918	2.590	17.784	79.590
Nov.	62.387	10.390	23.667	25.332	2.635	17.526	82.548
Dic.	63.459	10.285	23.408	26.375	2.675	18.922	85.056

portafoglio titoli e patrimonio netto*periodo; miliardi di lire)*

Titoli in valuta		Altre attività finanziarie	Portafoglio totale	Patrimonio netto	Per memoria	
	di cui: azioni				Raccolta lorda	Raccolta netta
13.890	6.319	727	56.024	60.663	26.717	732
35.240	14.241	1.140	102.079	110.093	67.776	33.462
37.289	20.025	682	113.570	130.168	85.032	25.455
30.921	17.680	739	116.716	126.802	46.978	-10.490
35.240	14.241	1.140	102.079	110.093	26.516	15.748
41.912	18.133	1.670	120.688	129.954	36.784	21.869
36.970	19.586	1.469	122.976	136.231	29.481	8.983
36.657	20.079	860	120.768	134.390	9.900	-1.609
37.289	20.025	682	113.570	130.168	8.867	-3.788
35.795	20.251	799	113.412	126.386	11.487	-4.275
33.507	18.615	869	112.905	124.741	11.066	-4.081
32.486	18.732	924	114.195	125.602	10.757	-1.764
30.921	17.680	739	116.716	126.802	13.668	-370
37.289	20.025	682	113.570	130.168	2.837	-1.168
33.076	18.800	817	115.114	129.228	3.825	-1.141
34.761	19.829	774	116.585	128.225	3.624	-885
35.795	20.251	799	113.412	126.386	4.038	-2.249
35.172	19.404	864	115.636	127.266	2.874	-1.554
33.364	18.949	909	113.943	126.763	4.616	-1.096
33.507	18.615	869	112.905	124.741	3.576	-1.431
33.143	19.184	969	114.573	125.561	3.725	-950
32.652	18.822	980	115.907	126.465	3.193	-
32.486	18.732	924	114.195	125.602	3.839	-814
31.318	17.664	868	111.776	123.540	4.901	-653
31.209	17.816	843	114.600	123.604	4.320	-242
30.921	17.680	739	116.716	126.802	4.447	525

Attività di gestione

(valori di mercato di fine periodo;

PERIODO	Titoli di Stato				Obbligazioni	
	di cui:			Italiane	Estere	
	BOT	BTP	CCT			
1994 - I trim.						
SIM	2.926	127	1.007	1.562	664	1.636
Fiduciarie	9.739	833	4.115	4.465	1.213	2.348
Banche	91.106	5.339	19.470	62.265	13.979	9.582
Totale ...	103.771	6.299	24.592	68.292	15.856	13.566
1994 - II trim.						
SIM	3.351	87	1.429	1.587	742	1.269
Fiduciarie	9.803	968	4.113	4.375	1.321	1.896
Banche	97.464	3.980	25.586	64.088	14.488	8.992
Totale ...	110.618	5.035	31.128	70.050	16.551	12.157
1994 - III trim.						
SIM	12.905	268	3.944	6.932	7.775	1.853
Fiduciarie	9.603	1.001	3.511	4.702	1.317	1.931
Banche	98.253	4.794	27.111	62.518	13.878	7.897
Totale ...	120.761	6.063	34.566	74.152	22.970	11.681
1994 - IV trim.						
SIM	13.284	276	4.019	7.420	8.151	2.005
Fiduciarie	9.278	1.435	2.500	5.175	1.315	1.986
Banche	97.197	5.492	26.637	61.775	13.234	7.964
Totale ...	119.759	7.203	33.156	74.370	22.700	11.955
1995 - I trim.						
SIM	13.363	407	4.291	7.280	8.015	2.636
Fiduciarie	8.769	1.691	2.452	4.353	1.297	1.929
Banche	94.685	7.613	24.800	59.002	11.640	7.631
Totale ...	116.817	9.711	31.543	70.635	20.952	12.196
1995 - II trim.						
SIM	(14.563)	(256)	(5.452)	(7.883)	(7.086)	(2.904)
Fiduciarie	(8.451)	(1.563)	(2.241)	(4.362)	(1.267)	(1.740)
Banche	(95.410)	(8.337)	(24.210)	(59.230)	(11.073)	(8.865)
Totale ...	(118.424)	(10.156)	(31.903)	(71.475)	(19.426)	(13.510)
1995 - III trim.						
SIM	(17.038)	(268)	(7.501)	(8.787)	(7.254)	(3.148)
Fiduciarie	(8.834)	(1.553)	(2.499)	(4.366)	(1.276)	(1.490)
Banche	(97.838)	(9.573)	(24.820)	(58.982)	(10.588)	(8.405)
Totale ...	(123.710)	(11.394)	(34.820)	(72.135)	(19.118)	(13.043)

patrimoniale
(miliardi di lire)

Titoli azionari		Altre attività finanziarie	Portafoglio totale	Patrimonio gestito	Per memoria	
Italiani	Esteri				Raccolta lorda	Raccolta netta
1.153	500	1.270	8.149	8.948	1.710	555
1.517	147	3.033	17.997	19.388	3.581	1.461
3.479	390	2.235	120.771	128.905	22.465	9.888
6.149	1.037	6.538	146.917	157.241	27.756	11.904
1.533	521	1.280	8.696	9.460	1.436	664
1.772	139	3.272	18.203	19.536	2.978	626
5.301	436	2.665	129.346	136.280	13.828	6.692
8.606	1.096	7.217	156.245	165.276	18.242	7.982
1.562	522	1.600	26.217	27.646	18.795	18.139
1.869	141	3.221	18.082	19.515	1.828	48
5.649	354	2.468	128.499	135.063	15.405	-422
9.080	1.017	7.289	172.798	182.224	36.028	17.765
2.032	867	1.165	27.505	29.094	2.858	1.353
1.725	134	3.066	17.504	18.854	2.402	-671
5.023	535	2.151	126.103	133.016	5.695	-3.485
8.780	1.536	6.382	171.112	180.964	10.955	-2.803
1.925	847	1.135	27.921	29.924	2.601	280
1.600	134	3.021	16.734	18.068	2.111	-914
4.537	555	2.419	121.466	182.552	12.358	-4.529
8.062	1.520	6.575	166.121	176.544	17.070	-5.163
(2.105)	(1.419)	(1.014)	(29.092)	(31.564)	(3.929)	(1.200)
(1.661)	(125)	(2.829)	(16.073)	(17.941)	(1.835)	(-487)
(4.352)	(321)	(2.333)	(122.353)	(129.029)	(7.331)	(-1.804)
(8.118)	(1.866)	(6.176)	(167.518)	(178.534)	(13.095)	(-1.092)
(2.524)	(1.768)	(1.448)	(33.180)	(36.091)	(4.818)	(3.333)
(1.615)	(83)	(2.563)	(16.118)	(18.047)	(1.655)	(-230)
(4.609)	(334)	(2.663)	(124.437)	(131.497)	(8.850)	(1.246)
(8.748)	(2.186)	(6.674)	(173.735)	(185.635)	(15.323)	(4.349)

Emissioni nette di valori mobiliari

(miliardi di lire)

PERIODO	Emittenti			Totale titoli di Stato e obbligazioni	Investitori				Azioni
	Settore pubblico	Banche	Imprese e istituzioni internazionali		BI-UIC	Banche	Fondi comuni di investimento	Altri	
1990	116.592	5.985	-2.592	119.985	-4.205	-1.295	3.776	121.709	21.246
1991	126.946	15.939	3.813	146.697	-973	52.952	6.727	87.991	18.363
1992	136.045	10.848	-3.464	143.429	14.483	52.426	1.500	75.020	16.194
1993	162.608	26.213	-2.341	186.480	11.557	25.409	17.042	132.472	20.276
1994	230.258	22.259	-2.070	250.447	108.187	35.005	12.619	94.636	....
1995	(85.985)	11.756	(-2.904)	(94.837)	(-2.017)	1.494	11.541	(83.819)	....
1993-IV trim.	54.238	12.560	216	67.014	22.891	25.403	7.408	11.312	10.334
1994-I trim.	45.141	9.511	-195	54.457	9.542	19.651	14.394	10.870	....
II "	41.248	7.333	-642	47.939	3.436	14.600	5.571	24.332	....
III "	24.326	2.314	511	27.151	11.429	-6.409	-1.771	23.902	....
IV "	119.544	3.102	-1.744	120.901	83.780	7.163	-5.575	35.533	....
1995-I trim.	29.653	(2.160)	(-1.657)	(30.156)	-3.517	-3.525	2.965	(34.233)	....
II "	18.830	(1.366)	(-995)	(19.201)	4.254	-4.812	219	(19.540)	....
III "	20.333	(4.644)	(764)	(25.741)	-2.801	(7.072)	2.878	(18.592)	....
IV "	17.169	(3.585)	(-1.015)	(19.739)	(46)	2.759	5.478	(11.456)	....
1994-Dic.	12.966	1.817	-1.299	13.484	3.438	7.075	-1.150	4.121	....
1995-Gen.	(13.692)	(1.395)	(-3)	(15.021)	-928	-9.846	4.070	(21.725)	....
Feb.	(15.658)	(-61)	(-1.404)	(14.193)	-4.762	2.455	1.157	(15.343)	....
Mar.	(366)	(826)	(-250)	(942)	2.173	3.865	-2.262	(-2.834)	....
Apr.	(10.535)	(546)	(-925)	(10.156)	1.462	1.303	1.140	(6.251)	....
Mag.	(1.310)	(541)	(54)	(1.905)	864	-8.850	-944	(10.835)	....
Giu.	(6.985)	(279)	(-125)	(7.139)	1.929	2.735	23	(2.452)	....
Lug.	(3.391)	(1.583)	(882)	(5.855)	-889	-7.376	970	(13.150)	....
Ago.	(9.862)	(2.171)	(6)	(12.039)	244	4.307	1.863	(5.625)	....
Set.	(7.080)	(891)	(-124)	(7.847)	-2.155	10.140	44	(-182)	....
Ott.	(1.141)	(1.270)	(-1)	(2.410)	3.108	-6.848	1.198	(4.952)	....
Nov.	(10.724)	(1.531)	(-167)	(12.087)	-3.004	1.657	3.256	(10.178)	....
Dic.	(5.304)	(785)	(-847)	(5.242)	(-57)	7.950	1.024	(-3.675)	....

Condizioni di emissione dei BTP

CODICE TITOLO	Titolo	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione		Importo collocato (miliardi di lire)	Cedola		
				Lordo	Netto		Lorda	Netta	
36731	BTP	1.9.05	19.9.95	98,60	11,01	9,58	1.516	5,25	4,5935
36727	BTP	15.7.98	20.9.95	100,25	10,65	9,21	2.002	5,25	4,5935
36728	BTP	15.7.00	20.9.95	99,75	10,82	9,37	1.501	5,25	4,5935
36731	BTP	1.9.05	2.10.95	94,80	11,70	10,23	1.650	5,25	4,5935
36727	BTP	15.7.98	3.10.95	99,00	11,20	9,75	3.300	5,25	4,5935
36728	BTP	15.7.00	3.10.95	97,70	11,41	9,94	2.200	5,25	4,5935
36731	BTP	1.9.05	18.10.95	95,00	11,66	10,19	1.000	5,25	4,5935
36727	BTP	15.7.98	19.10.95	99,30	11,07	9,62	2.000	5,25	4,5935
36728	BTP	15.7.00	19.10.95	98,15	11,28	9,81	1.500	5,25	4,5935
36731	BTP	1.9.05	2.11.95	94,70	11,72	10,25	1.010	5,25	4,5935
36740	BTP	1.11.98	3.11.95	99,50	10,96	9,56	2.018	5,25	4,5935
36741	BTP	1.11.00	3.11.95	98,40	11,20	9,78	1.538	5,25	4,5935
36731	BTP	1.9.05	17.11.95	95,65	11,54	10,08	1.100	5,25	4,5935
36740	BTP	1.11.98	20.11.95	100,00	10,74	9,35	2.000	5,25	4,5935
36741	BTP	1.11.00	20.11.95	99,25	10,96	9,54	1.500	5,25	4,5935
36731	BTP	1.9.05	1.12.95	96,75	11,34	9,89	1.006	5,25	4,5935
36740	BTP	1.11.98	4.12.95	99,80	10,82	9,43	2.200	5,25	4,5935
36741	BTP	1.11.00	4.12.95	99,05	11,01	9,60	1.650	5,25	4,5935
36731	BTP	1.9.05	18.12.95	98,35	11,05	9,62	1.002	5,25	4,5935
36740	BTP	1.11.98	19.12.95	100,40	10,56	9,17	1.650	5,25	4,5935
36741	BTP	1.11.00	19.12.95	100,30	10,66	9,25	1.100	5,25	4,5935
36731	BTP	1.9.05	2.1.96	99,70	10,82	9,40	2.200	5,25	4,5935
36740	BTP	1.11.98	3.1.96	101,10	10,26	8,88	3.850	5,25	4,5935
36741	BTP	1.11.00	3.1.96	101,35	10,37	8,98	2.750	5,25	4,5935
36731	BTP	1.9.05	17.1.96	101,90	10,43	9,04	1.519	5,25	4,5935
36740	BTP	1.11.98	18.1.96	102,70	9,56	8,20	2.200	5,25	4,5935
36741	BTP	1.11.00	18.1.96	103,40	9,80	8,43	1.650	5,25	4,5935
36749	BTP	1.2.06	1.2.96	97,30	10,17	8,88	1.650	4,75	4,1560
36747	BTP	1.2.99	2.2.96	101,30	9,19	7,96	2.750	4,75	4,1560
36748	BTP	1.2.01	2.2.96	101,10	9,42	8,19	2.200	4,75	4,1560
36749	BTP	1.2.06	19.2.96	95,25	10,53	9,22	1.650	4,75	4,1560
36747	BTP	1.2.99	20.2.96	99,70	9,83	8,59	2.000	4,75	4,1560
36748	BTP	1.2.01	20.2.96	98,65	10,08	8,83	2.000	4,75	4,1560

Condizioni di emissione dei CTE

CODICE TITOLO	Titolo	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione		Importo collocato (milioni di ecu)	Tasso di cambio lira-ecu all'emiss.	Cedola		
				Lordo	Netto			Lorda	Netta	
36718	CTE	29.5.98	29.5.95	99,40	7,72	6,76	500	2.145,82	7,50	6,5625
36733	CTE	26.9.98	26.9.95	98,45	7,07	6,19	500	2.096,40	6,50	5,6875
36734	CTE	26.9.00	26.9.95	97,65	7,83	6,86	500	2.096,40	7,25	6,3438
36733	CTE	26.9.98	30.10.95	98,75	6,96	6,08	500	2.082,21	6,50	5,6875
36751	CTE	22.2.99	22.2.96	98,95	6,14	5,37	500	2.005,07	5,75	5,0313
36752	CTE	22.2.01	22.2.96	98,25	6,92	6,06	500	2.005,07	6,50	5,6875

Condizioni di emissione dei CCT

CODICE TITOLO	Titolo	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione		Importo collocato (miliardi di lire)	Spread	Prima cedola		
				Lordo	Netto			Lorda	Netta	
36726	CCT	1.8.02	1.8.95	98,70	11,96	10,44	2.018	0,30	5,50	4,8125
36726	CCT	1.8.02	18.8.95	99,30	11,63	10,14	1.507	0,30	5,50	4,8125
36726	CCT	1.8.02	1.9.95	98,75	11,47	10,01	9.341	0,30	5,50	4,8125
36726	CCT	1.8.02	19.9.95	99,25	11,16	9,73	2.750	0,30	5,50	4,8125
36735	CCT	1.10.02	2.10.95	98,70	11,87	10,36	13.750	0,30	5,50	4,8125
36735	CCT	1.10.02	18.10.95	99,20	11,66	10,16	3.062	0,30	5,50	4,8125
36739	CCT	1.11.02	2.11.95	99,00	12,17	10,62	11.000	0,30	5,50	4,8125
36739	CCT	1.11.02	17.11.95	99,50	11,48	10,01	4.400	0,30	5,50	4,8125
36739	CCT	1.11.02	1.12.95	99,75	11,33	9,87	6.012	0,30	5,50	4,8125
36744	CCT	1.12.02	18.12.95	100,70	10,75	9,36	2.000	0,30	5,50	4,8125
36744	CCT	1.12.02	2.1.96	100,45	11,00	9,58	9.713	0,30	5,50	4,8125
36744	CCT	1.12.02	17.1.96	100,70	10,55	9,19	3.717	0,30	5,50	4,8125
36746	CCT	1.2.03	1.2.96	100,75	10,03	8,74	7.700	0,30	5,25	4,5935
36746	CCT	1.2.03	19.2.96	100,45	9,80	8,54	2.750	0,30	5,25	4,5935

Condizioni di emissione dei CTZ

CODICE TITOLO	Titolo	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione		Importo in circolazione (miliardi di lire)	
				Lordo	Netto		
36724	CTZ	30.6.97	30.6.95	80,05	11,75	10,35	2.200
36724	CTZ	30.6.97	14.7.95	80,65	11,54	10,14	2.123
36724	CTZ	30.6.97	31.7.95	81,15	11,44	10,05	2.126
36724	CTZ	30.6.97	14.8.95	82,05	11,01	9,62	2.200
36730	CTZ	29.8.97	30.8.95	81,45	10,80	9,51	2.200
36730	CTZ	29.8.97	15.9.95	82,15	10,55	9,26	2.200
36730	CTZ	29.8.97	29.9.95	81,80	10,99	9,69	2.171
36730	CTZ	29.8.97	16.10.95	84,00	9,68	8,40	329
36730	CTZ	29.8.97	16.10.95	82,50	10,74	9,45	2.200
36738	CTZ	31.10.97	30.10.95	80,75	11,25	9,91	2.200
36738	CTZ	31.10.97	15.11.95	81,90	10,69	9,35	2.111
36738	CTZ	31.10.97	30.11.95	82,30	10,62	9,28	2.200
36738	CTZ	31.10.97	15.12.95	82,85	10,44	9,11	2.200
36743	CTZ	30.12.97	29.12.95	82,05	10,37	9,13	2.200
36743	CTZ	30.12.97	15.1.96	83,35	9,71	8,48	2.108
36743	CTZ	30.12.97	31.1.96	84,05	9,44	8,21	2.200
36743	CTZ	30.12.97	15.2.96	84,80	9,11	7,88	2.750

Mercato mobiliare: rendimenti attesi e indici di capitalizzazione

PERIODO	Rendimenti attesi netti					Indici di capitalizzazione netti				
	CCT	CTE	BTP	CTO	Obbligazioni banche	CCT	CTE	BTP	CTO	Fondi comuni
1990	12,31	10,19	11,87	11,52	12,03	397,58	255,49	221,95	112,33	201,69
1991	11,78	9,05	11,37	11,22	11,63	450,78	280,71	250,71	126,76	207,25
1992	13,70	9,00	11,90	11,51	12,04	497,70	299,19	276,02	139,69	216,29
1993	10,55	6,57	9,60	9,49	10,10	575,03	361,95	327,46	163,39	260,64
1994	8,81	6,45	8,98	8,89	8,95	638,10	366,74	359,85	179,19	285,97
1995	10,16	7,80	10,28	9,97	10,35	698,65	396,28	385,63	191,27	291,50
1993 –IV trim.	8,44	5,26	7,68	7,72	8,19	608,32	374,28	356,07	174,51	279,81
1994 –I trim.	8,15	4,85	7,54	7,53	7,84	620,68	376,29	364,28	179,02	290,60
II "	8,02	6,17	8,23	8,14	8,17	633,57	359,74	363,28	179,86	290,19
III "	9,33	7,39	9,92	9,84	9,53	641,00	363,17	352,82	177,27	283,16
IV "	9,72	7,38	10,23	10,06	10,27	657,15	367,74	359,02	180,68	279,91
1995 –I trim.	10,11	8,68	10,67	10,38	10,33	671,89	379,29	366,26	184,11	283,50
II "	10,54	8,89	10,72	10,41	10,81	687,21	404,86	376,31	188,59	290,38
III "	10,08	7,54	10,02	9,73	10,20	707,73	396,96	393,66	193,88	296,77
IV "	9,91	6,08	9,72	9,37	10,04	727,75	404,03	406,30	198,80	295,60
1995 –Gen.	9,84	8,10	10,40	10,18	10,07	667,79	370,98	365,85	183,25	282,71
Feb.	9,67	7,98	10,31	10,01	10,13	673,43	375,60	369,78	185,16	284,73
Mar.	10,83	9,96	11,30	10,95	10,79	674,45	391,29	363,15	184,00	283,15
Apr.	11,04	9,61	11,22	10,91	11,09	679,02	410,27	367,37	185,67	287,26
Mag.	10,27	9,14	10,39	10,11	10,72	688,34	396,88	379,76	189,01	292,14
Giu.	10,32	7,91	10,54	10,22	10,63	694,27	407,42	381,78	190,55	291,18
Lug.	10,31	7,83	10,39	10,13	10,36	700,84	404,67	386,52	191,91	294,02
Ago.	10,09	7,59	9,92	9,67	10,16	707,80	392,55	394,88	193,75	297,72
Set.	9,85	7,20	9,75	9,38	10,09	714,56	393,65	399,59	195,97	298,60
Ott.	10,14	6,09	10,01	9,58	10,04	720,47	409,20	399,63	196,96	294,69
Nov.	10,02	5,86	9,76	9,40	10,16	727,55	407,05	405,98	198,90	294,54
Dic.	9,56	6,29	9,40	9,13	9,93	735,24	395,85	413,28	200,91	297,96
1996 –Gen.	9,06	5,99	8,63	8,46	9,18	743,70	393,26	425,64	203,75	303,47

Mon
(consistenze in

PERIODO	Dati di fine					
	Circolante	Conti correnti		Altre voci	M1	Certificati di deposito a breve termine
		Bancari	Postali			
1987	52.718	297.686	10.213	11.609	372.225	31.590
1988	57.167	324.071	7.696	12.200	401.133	44.619
1989	67.644	356.375	9.388	18.681	452.088	57.568
1990	69.449	388.409	7.825	17.068	482.751	74.688
1991	76.354	435.150	7.017	19.429	537.950	81.164
1992	85.617	434.823	9.337	16.011	545.788	92.390
1993 - Nov.	85.064	414.616	9.316	15.942	524.937	86.767
Dic.	89.769	465.071	9.583	14.760	579.182	87.286
1994 - Gen.	86.169	429.037	12.448	13.571	541.226	88.193
Feb.	85.472	435.050	10.669	11.633	542.823	87.074
Mar.	88.562	449.550	9.862	13.837	561.811	87.401
Apr.	87.413	444.128	9.995	11.808	553.344	84.718
Mag.	87.910	440.617	10.374	13.096	551.997	82.517
Giu.	87.329	449.505	9.851	16.504	563.190	79.906
Lug.	92.508	429.741	9.792	14.309	546.350	77.355
Ago.	87.896	427.440	9.405	9.289	534.031	76.150
Set.	89.541	438.194	9.504	11.977	549.216	74.419
Ott.	89.248	434.760	9.665	11.741	545.414	73.162
Nov.	90.829	425.043	9.935	13.150	538.956	72.566
Dic.	96.221	478.258	6.817	15.728	597.024	71.602
1995 - Gen.	91.143	439.012	(9.772)	(13.397)	(553.323)	78.594
Feb.	90.080	441.530	(8.523)	(13.149)	(553.282)	75.848
Mar.	92.654	439.249	(7.514)	(12.996)	(552.413)	75.926
Apr.	92.974	440.848	(6.449)	(12.808)	(553.078)	73.382
Mag.	92.500	434.726	(7.996)	(13.479)	(548.701)	72.120
Giu.	92.408	442.993	(7.447)	(15.513)	(558.360)	69.956
Lug.	94.783	429.131	(7.766)	(13.691)	(545.371)	68.409
Ago.	90.767	424.738	(7.631)	(9.458)	(532.594)	67.041
Set.	92.524	441.839	(8.311)	(12.155)	(554.829)	65.562
Ott.	90.403	439.410	(7.717)	(12.091)	(549.620)	65.217
Nov.	92.643	426.175	(7.090)	(13.481)	(539.389)	64.252
Dic.	98.240	482.533	(7.335)	(17.015)	(605.123)	63.547

eta

miliardi di lire)

periodo				Dati medi			
Certificati di deposito oltre il breve termine	Depositi a risparmio	Libretti postali	M2	M1	M2	M2 al netto dei CD oltre il breve	M2 estesa
25.931	201.359	13.434	644.540	350.845	613.861	588.738	614.231
50.112	192.167	16.372	704.404	376.337	672.368	623.054	673.077
76.798	182.090	19.733	788.277	415.018	744.577	668.520	745.576
105.405	178.384	23.589	864.817	442.428	814.224	709.331	816.497
139.457	161.798	26.924	947.293	488.712	888.538	750.765	892.149
180.328	146.967	29.057	994.531	492.082	930.167	751.789	935.563
224.506	135.853	29.957	1.002.020	519.386	993.550	769.507	998.652
226.074	144.091	30.852	1.067.485	529.612	1.005.657	780.367	1.011.434
230.965	141.995	32.442	1.034.821	548.787	1.036.276	807.757	1.042.277
233.358	138.522	32.907	1.034.684	527.461	1.016.811	784.649	1.022.314
233.468	138.302	33.349	1.054.331	535.142	1.022.935	789.521	1.028.489
233.287	138.273	33.759	1.043.381	546.013	1.033.608	800.230	1.038.811
236.230	134.851	34.039	1.039.633	545.233	1.030.295	795.536	1.035.535
236.923	134.294	34.291	1.048.603	537.696	1.020.268	783.691	1.025.312
235.346	133.714	34.686	1.027.451	541.143	1.023.066	786.932	1.027.310
232.727	132.786	35.328	1.011.023	522.392	1.000.046	766.010	1.004.204
231.458	133.971	35.508	1.024.572	527.407	1.001.158	769.065	1.005.834
231.928	133.415	35.858	1.019.778	532.136	1.005.182	773.489	1.011.074
234.159	132.687	36.530	1.014.898	538.281	1.011.429	778.385	1.017.972
236.932	138.297	39.138	1.082.992	546.534	1.023.100	787.554	1.030.102
240.977	125.430	(39.969)	(1.038.292)	(554.803)	(1.036.470)	(797.761)	(1.044.318)
244.548	123.762	(40.699)	(1.038.138)	(537.601)	(1.019.202)	(776.061)	(1.027.528)
248.324	121.319	(41.366)	(1.039.348)	(540.699)	(1.022.800)	(776.477)	(1.031.704)
250.405	121.424	(41.765)	(1.040.054)	(542.138)	(1.024.930)	(776.519)	(1.034.295)
253.388	118.658	(41.959)	(1.034.826)	(546.619)	(1.028.772)	(777.272)	(1.038.416)
256.917	118.656	(41.984)	(1.045.872)	(536.318)	(1.018.554)	(763.615)	(1.027.720)
257.772	116.733	(41.838)	(1.030.122)	(538.050)	(1.019.085)	(763.084)	(1.028.022)
261.817	116.189	(42.643)	(1.020.283)	(522.385)	(1.004.294)	(745.107)	(1.013.765)
265.227	117.006	(42.769)	(1.045.394)	(530.666)	(1.015.893)	(751.951)	(1.026.263)
270.630	114.877	(42.738)	(1.043.082)	(534.622)	(1.021.597)	(754.280)	(1.032.234)
274.858	114.686	(42.463)	(1.035.648)	(541.094)	(1.031.656)	(759.340)	(1.042.837)
278.050	121.118	(44.591)	(1.112.429)	(555.313)	(1.049.864)	(773.810)	(1.061.263)

Attività liquide
(consistenze di fine periodo in miliardi di lire)

PERIODO	M2	Titoli acquistati pronti c/termine	Buoni postali fruttiferi	BOT e BTE	Accettazioni bancarie	Totale attività liquide
1987	644.540	2.650	59.870	(163.371)	2.375	(872.805)
1988	704.404	4.267	70.426	212.464	2.121	993.682
1989	788.277	5.065	80.659	256.422	1.612	1.132.034
1990	864.817	8.199	91.011	284.993	1.540	1.250.560
1991	947.293	46.942	100.368	298.373	2.104	1.395.080
1992	994.531	86.904	107.382	356.178	1.925	1.546.920
1993 – Nov.	1.002.020	106.730	107.561	326.894	1.972	1.545.177
Dic.	1.067.485	89.566	117.865	313.472	1.554	1.589.942
1994 – Gen.	1.034.821	105.899	118.493	311.452	1.826	1.572.490
Feb.	1.034.684	111.780	119.115	302.514	1.645	1.569.739
Mar.	1.054.331	102.032	119.642	297.771	1.736	1.575.512
Apr.	1.043.381	103.605	120.207	297.433	1.761	1.566.388
Mag.	1.039.633	101.469	120.759	299.028	1.681	1.562.571
Giu.	1.048.603	90.063	121.297	300.607	1.699	1.562.269
Lug.	1.027.451	99.590	121.866	306.300	1.691	1.556.898
Ago.	1.011.023	103.960	122.482	308.969	1.787	1.548.221
Set.	1.024.572	93.849	122.861	313.551	1.605	1.556.438
Ott.	1.019.778	101.957	123.256	315.961	1.640	1.562.592
Nov.	1.014.898	105.772	123.671	319.576	1.626	1.565.544
Dic.	1.082.992	90.341	136.553	312.726	1.139	1.623.751
1995 – Gen.	(1.038.292)	103.755	(137.374)	325.237	1.533	(1.606.191)
Feb.	(1.038.138)	109.967	(138.011)	329.107	1.593	(1.616.816)
Mar.	(1.039.348)	110.901	(138.404)	335.327	1.597	(1.625.576)
Apr.	(1.040.054)	120.287	(138.376)	339.296	1.566	(1.639.578)
Mag.	(1.034.826)	121.887	(138.440)	345.917	1.601	(1.642.671)
Giu.	(1.045.872)	116.123	(138.299)	343.559	1.851	(1.645.704)
Lug.	(1.030.122)	124.413	(138.530)	347.747	2.003	(1.642.815)
Ago.	(1.020.283)	130.802	(139.110)	348.654	2.019	(1.640.869)
Set.	(1.045.394)	123.320	(139.515)	345.940	1.940	(1.656.108)
Ott.	(1.043.082)	135.389	(139.874)	346.706	1.918	(1.666.968)
Nov.	(1.035.648)	140.728	(139.750)	347.550	1.857	(1.665.533)
Dic.	(1.112.429)	126.819	(151.997)	(339.981)	1.036	(1.732.262)

Attività finanziarie
(consistenze di fine periodo in miliardi di lire)

PERIODO	Attività liquide	Titoli a medio e a lungo termine			Quote di fondi comuni	Altre attività finanziarie	Totale attività finanziarie sull'interno	Totale attività finanziarie
		Titoli di Stato	Obbligazioni Crediop e az. autonome	Altre obbligazioni				
1987	(872.805)	(250.844)	(6.967)	(54.058)	59.454	(1.937)	(1.246.065)	....
1988	993.682	311.579	6.579	62.423	51.565	(1.502)	(1.427.330)	(1.475.580)
1989	1.132.034	378.456	7.492	72.686	49.165	2.004	1.641.836	1.691.656
1990	1.250.560	450.724	11.426	83.560	47.379	4.848	1.848.498	1.918.270
1991	1.395.080	493.665	12.262	108.591	56.191	4.011	2.069.800	2.175.260
1992	1.546.920	492.263	15.232	112.914	60.663	2.826	2.230.819	2.367.179
1993 - Nov.	1.545.177	540.655	13.596	151.441	101.900	3.386	2.356.156	2.494.225
Dic.	1.589.942	549.438	13.032	151.570	110.093	2.904	2.416.978	2.558.432
1994 - Gen.	1.572.490	534.124	14.641	156.863	120.132	3.367	2.401.616	2.548.695
Feb.	1.569.739	540.983	14.462	160.950	125.485	3.640	2.415.258	2.569.721
Mar.	1.575.512	544.478	14.387	161.270	129.954	3.887	2.429.488	2.586.859
Apr.	1.566.388	555.268	14.490	164.918	136.259	3.621	2.440.944	2.598.720
Mag.	1.562.571	568.820	15.667	166.660	137.481	3.693	2.454.892	2.615.480
Giu.	1.562.269	583.060	15.940	167.459	136.231	3.565	2.468.524	2.631.012
Lug.	1.556.898	590.756	15.952	169.316	138.027	3.918	2.474.869	2.641.005
Ago.	1.548.221	601.627	15.959	169.896	136.804	4.109	2.476.616	2.643.176
Set.	1.556.438	613.834	15.714	168.574	134.390	4.112	2.493.062	2.661.557
Ott.	1.562.592	625.342	15.739	167.961	131.600	4.193	2.507.427	2.679.038
Nov.	1.565.544	627.983	15.781	169.322	130.877	4.190	2.513.698	2.692.861
Dic.	1.623.751	640.497	15.758	169.512	130.168	4.518	2.584.203	2.765.433
1995 - Gen.	(1.606.191)	648.757	(15.803)	(172.053)	129.228	3.354	(2.575.387)	(2.757.020)
Feb.	(1.616.816)	667.597	(15.913)	(169.956)	128.225	3.527	(2.602.033)	(2.790.450)
Mar.	(1.625.576)	670.771	(15.944)	(169.622)	126.386	3.702	(2.612.001)	(2.808.672)
Apr.	(1.639.578)	674.141	(15.080)	(170.351)	127.266	4.008	(2.630.424)	(2.824.849)
Mag.	(1.642.671)	678.561	(15.124)	(171.346)	126.763	3.937	(2.638.403)	(2.827.218)
Giu.	(1.645.704)	689.766	(15.204)	(171.570)	124.741	4.101	(2.651.087)	(2.840.542)
Lug.	(1.642.815)	696.336	(15.031)	(175.719)	125.561	4.211	(2.659.673)	(2.844.563)
Ago.	(1.640.869)	694.115	(15.214)	(178.095)	126.465	4.353	(2.659.110)	(2.843.028)
Set.	(1.656.108)	694.906	(15.374)	(179.537)	125.602	4.401	(2.675.928)	(2.864.945)
Ott.	(1.666.968)	695.692	(15.403)	(182.317)	123.540	4.410	(2.688.329)	(2.877.832)
Nov.	(1.665.533)	690.851	(15.422)	(183.560)	123.604	4.424	(2.683.394)	(2.872.654)
Dic.	(1.732.262)	(687.826)	(15.417)	(184.872)	126.802	4.436	(2.751.615)	(2.940.469)

Cre
(consistenze di fine periodo)

PERIODO	Finanziamenti al settore non statale			
	Credito bancario a breve termine	Credito bancario a medio e a lungo termine	Obbligazioni collocate sull'interno	Totale finanziamenti interni
1987	268.968	201.591	(33.804)	(504.363)
1988	319.581	227.649	25.719	572.949
1989	393.132	258.198	25.638	676.967
1990	455.998	299.215	23.453	778.666
1991	513.853	345.842	25.109	884.804
1992	570.944	383.144	20.510	974.598
1993 – Nov.	543.916	442.032	33.118	1.019.066
Dic.	559.308	454.371	31.778	1.045.457
1994 – Gen.	550.409	448.085	33.874	1.032.367
Feb.	543.610	453.369	33.396	1.030.375
Mar.	531.032	458.084	33.210	1.022.326
Apr.	523.919	461.516	32.188	1.017.624
Mag.	515.793	466.479	34.286	1.016.558
Giu.	524.325	473.338	34.401	1.032.065
Lug.	526.438	469.170	35.213	1.030.821
Ago.	517.828	471.732	35.348	1.024.909
Set.	514.657	472.919	34.726	1.022.302
Ott.	518.223	472.618	34.276	1.025.117
Nov.	515.099	(475.905)	34.065	(1.025.069)
Dic.	535.157	(488.685)	32.646	(1.056.489)
1995 – Gen.	534.761	(475.999)	(32.800)	(1.043.561)
Feb.	539.988	(480.462)	(31.021)	(1.051.471)
Mar.	543.828	(484.711)	(30.554)	(1.059.093)
Apr.	548.740	(482.069)	(28.866)	(1.059.675)
Mag.	543.348	(482.837)	(29.176)	(1.055.362)
Giu.	552.408	(488.578)	(28.896)	(1.069.883)
Lug.	555.684	(485.438)	(28.783)	(1.069.904)
Ago.	540.289	(485.514)	(29.061)	(1.054.864)
Set.	536.899	(488.606)	(28.957)	(1.054.463)
Ott.	536.547	(490.225)	(28.724)	(1.055.496)
Nov.	539.129	(493.612)	(28.539)	(1.061.280)
Dic.	555.849	(500.981)	(27.701)	(1.084.532)

dito
in miliardi di lire)

Finanziamenti esteri	Totale finanziamenti	Debito del settore statale		Credito	
			di cui: sull'interno	Totale interno	Totale
(56.124)	(560.487)	(883.941)	(860.619)	(1.364.982)	(1.444.428)
51.036	623.985	1.011.738	983.152	1.556.101	1.635.723
68.029	744.996	1.146.277	1.111.298	1.788.265	1.891.273
93.504	872.170	1.294.860	1.246.062	2.024.728	2.167.030
107.686	992.489	1.451.563	1.396.843	2.281.647	2.444.052
128.680	1.103.277	1.636.783	1.572.130	2.546.728	2.740.060
141.931	1.160.997	1.753.190	1.678.567	2.697.633	2.914.187
139.560	1.185.017	1.768.053	1.694.968	2.740.425	2.953.070
138.093	1.170.460	1.771.763	1.694.247	2.726.614	2.942.222
136.742	1.167.117	1.783.855	1.706.817	2.737.192	2.950.972
133.353	1.155.679	1.806.874	1.733.631	2.755.956	2.962.553
132.040	1.149.664	1.824.916	1.753.416	2.771.040	2.974.579
132.829	1.149.387	1.844.114	1.773.795	2.790.353	2.993.501
132.952	1.165.017	1.832.812	1.760.742	2.792.807	2.997.829
132.281	1.163.102	1.837.541	1.760.233	2.791.054	3.000.643
133.658	1.158.567	1.844.539	1.768.685	2.793.594	3.003.106
131.708	1.154.010	1.874.743	1.799.504	2.821.806	3.028.754
130.619	1.155.736	1.902.055	1.828.585	2.853.703	3.057.791
132.214	(1.157.283)	1.928.572	1.853.264	(2.878.333)	(3.085.855)
132.911	(1.189.400)	1.937.352	1.854.267	(2.910.756)	(3.126.751)
(131.782)	(1.175.343)	(1.949.540)	(1.867.044)	(2.910.605)	(3.124.883)
(136.719)	(1.188.190)	(1.969.396)	(1.881.934)	(2.933.405)	(3.157.586)
(138.766)	(1.197.859)	(2.000.855)	(1.907.636)	(2.966.729)	(3.198.715)
(138.283)	(1.197.958)	(2.018.411)	(1.921.479)	(2.981.155)	(3.216.368)
(137.810)	(1.193.171)	(2.029.023)	(1.930.725)	(2.986.087)	(3.222.195)
(140.031)	(1.209.914)	(2.015.570)	(1.905.989)	(2.975.871)	(3.225.484)
(139.507)	(1.209.412)	(2.017.666)	(1.910.065)	(2.979.970)	(3.227.078)
(138.175)	(1.193.039)	(2.025.346)	(1.920.793)	(2.975.657)	(3.218.385)
(138.856)	(1.193.319)	(2.052.859)	(1.947.168)	(3.001.630)	(3.246.178)
(137.769)	(1.193.265)	(2.075.058)	(1.968.060)	(3.023.556)	(3.268.323)
(138.167)	(1.199.447)	(2.095.065)	(1.989.943)	(3.051.223)	(3.294.512)
(138.639)	(1.223.171)	(2.082.683)	(1.976.724)	(3.061.256)	(3.305.854)

Moneta (M2) e contropartite

(variazioni in miliardi di lire)

PERIODO	M2	Contropartite				
		Riserve ufficiali	Posizione netta sull'estero delle banche	Crediti al settore non statale	Crediti al settore statale	Altre voci
1990	76.540	15.458	-22.976	(110.330)	(11.176)	(-37.449)
1991	82.476	-8.674	-39.369	(121.057)	(66.867)	(-57.405)
1992	47.238	-32.591	-12.187	(76.086)	(82.251)	(-66.321)
1993	71.608	2.564	84.589	(47.979)	(16.925)	(-80.449)
1994	15.508	3.297	-21.594	(8.473)	27.404	(-2.072)
1995	(29.437)	2.906	(57.012)	(38.109)	(5.794)	(-74.384)
1993 - Nov.	1.516	2.476	18.839	(-3.870)	(11.519)	(-27.449)
Dic.	65.464	-2.237	14.042	(33.469)	(2.776)	(17.414)
1994 - Gen.	-32.664	5.178	13.580	-17.486	-11.971	-21.965
Feb.	-137	1.417	5.975	-4.472	2.264	-5.320
Mar.	19.647	-2.347	-17.091	-1.734	32.550	8.268
Apr.	-10.951	-235	-7.793	-5.021	12.733	-10.634
Mag.	-3.747	2.162	-3.268	-4.873	1.447	785
Giu.	8.970	-1.093	-8.845	11.494	-18.180	25.593
Lug.	-21.152	3.361	-8.602	881	-8.468	-8.324
Ago.	-16.428	-3.218	-116	-5.993	81	-7.183
Set.	13.550	-1.119	-6.156	-1.116	15.107	6.834
Ott.	-4.795	-5.947	-1.145	3.406	9.596	-10.705
Nov.	-4.879	-2.531	8.086	(132)	11.392	-21.958
Dic.	68.094	7.669	3.781	(33.254)	-19.147	42.538
1995 - Gen.	(-44.700)	-3.741	-9.938	(-21.728)	(-12.064)	(2.771)
Feb.	(-154)	-1.034	6.526	(6.418)	(-9.909)	(-2.154)
Mar.	(1.209)	-6.767	-1.516	(1.653)	(24.986)	(-17.145)
Apr.	(706)	2.046	1.655	(4.578)	(4.128)	(-11.700)
Mag.	(-5.228)	3.866	9.914	(1.915)	(-575)	(-20.347)
Giu.	(11.046)	13.474	-1.180	(13.553)	(-30.470)	(15.669)
Lug.	(-15.750)	-255	5.401	(3.605)	(-5.072)	(-19.430)
Ago.	(-9.839)	-2.336	15.506	(-11.229)	(7.022)	(-18.802)
Set.	(25.110)	-3.967	-1.343	(-1.954)	(26.528)	(5.846)
Ott.	(-2.312)	-1.194	4.814	(2.664)	(16.387)	(-24.982)
Nov.	(-7.434)	-2.948	(17.187)	(7.880)	(9.826)	(-39.379)
Dic.	(76.782)	5.764	(9.986)	(30.755)	(-24.992)	(55.270)

Note Metodologiche

Tav. a1

Fonte: Bollettini nazionali, FMI e OCSE.

Per prodotto lordo reale si intende il PIL per gli Stati Uniti, la Germania, la Francia, l'Italia, il Regno Unito e il Canada, il PNL per il Giappone.

I dati del saldo corrente annuali non coincidono necessariamente con la somma dei dati trimestrali.

Tav. a2

Fonte: Bollettini nazionali e OCSE.

Per l'Italia: si veda la nota metodologica alla Tav. a14.

Tav. a3

Fonte: Bollettini nazionali e OCSE.

Per l'Italia: si veda la nota metodologica alla Tav. a16.

Tav. a4

Fonte: Bollettini nazionali, OCSE e elaborazioni su dati ENI e Istat.

Incluse le fonti energetiche e i loro derivati. Per gli Stati Uniti: prezzi alla produzione di beni industriali; per la Germania: regioni occidentali; per l'Italia: la serie fa riferimento al prezzo dell'*output* della trasformazione industriale "allargata", estesa cioè alle fonti energetiche e derivati.

Tav. a5

Fonte: Bollettini nazionali.

Tassi ufficiali di riferimento. Per la Francia: tasso di intervento; per il Regno Unito: *base rate*; per il Canada: *official bank rate*; per tutti gli altri paesi: tasso di sconto.

Tassi di mercato monetario. Per gli Stati Uniti: tasso sui Buoni del Tesoro a tre mesi; per il Giappone: *Call rate (Uncollateralized)* a tre mesi; per la Germania tassi sui prestiti bancari a 3 mesi; per la Francia, l'Italia e il Regno Unito: tasso interbancario a tre mesi; per l'Italia: si vedano le note metodologiche alla Tav. a32; per il Canada: tasso sui Buoni del Tesoro a tre mesi (fine periodo).

Tav. a6

Fonte: Bollettini nazionali.

Tassi sulle obbligazioni: rendimenti lordi. Per gli Stati Uniti: titoli e obbligazioni del Tesoro a 10 anni (mercato secondario); per il Giappone, la Germania, la Francia e il Regno Unito: obbligazioni pubbliche a 10 anni (mercato se-

condario); per l'Italia: rendimento medio sui BTP quotati sul mercato telematico con vita residua compresa tra 9 e 10 anni; per il Canada: obbligazioni pubbliche con scadenza superiore a 10 anni (fine periodo).

Indici azionari base 1988=100. Per gli Stati Uniti: indice composito Standard and Poor; per il Giappone: indice Topix della Borsa valori di Tokio; per la Germania: indice Faz Aktien; per la Francia: indice CAC 40; per l'Italia: indice MIB; per il Regno Unito: F.T. All Shares; per il Canada: indice composito della Borsa valori di Toronto (quotazione alla chiusura).

Tav. a7

Fonte: Bollettini nazionali.

Il premio e lo sconto a termine del dollaro USA sono calcolati come differenziale tra i tassi di interesse riportati nella tavola.

Tav. a8

Fonte: per le quotazioni dell'oro, FMI.

Dati medi nel periodo, eccetto che per le quotazioni dell'oro (dati di fine periodo).

Tav. a9

I tassi di cambio effettivi nominali sono calcolati ciascuno rispetto alle valute degli altri 14 principali paesi industriali. Per il metodo di calcolo cfr.: *Nuovi indici dei cambi effettivi nominali e reali*, in *Bollettino Economico*, n. 12, 1989.

Tav. a10

Fonte: elaborazioni su dati FMI, OCSE e Bollettini nazionali.

I tassi di cambio effettivi reali sono calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti dei 15 principali paesi industriali. Per la Germania: regioni occidentali. Per il metodo di calcolo cfr.: *Nuovi indici dei cambi effettivi nominali e reali*, in *Bollettino Economico*, n. 12, 1989. Per un approfondimento cfr.: *Gli indicatori di tasso di cambio effettivo reale elaborati dalla Banca d'Italia*, in *Bollettino Economico*, n. 19, 1992.

Tav. a11

Fonte: elaborazioni su dati FMI, OCSE e Bollettini nazionali.

I paesi considerati nell'aggregato UE sono: Germania, Francia, Italia, Regno Unito, Spagna, Paesi Bassi, Belgio,

Danimarca e Irlanda. Per il metodo di calcolo cfr.: *Nuovi indici dei cambi effettivi nominali e reali*, in *Bollettino Economico*, n. 12, 1989. Per un approfondimento cfr.: *Gli indicatori di tasso di cambio effettivo reale elaborati dalla Banca d'Italia*, in *Bollettino Economico*, n. 19, 1992.

Tav. a12

Il "sistema creditizio italiano" comprende qui le unità operative delle aziende di credito e degli istituti di credito speciale italiani (filiali in Italia, filiali all'estero) e le filiali italiane di banche estere; l'"esposizione verso l'estero" ne comprende tutte le attività verso operatori non residenti, tranne i rapporti intrattenuti da unità all'estero nella valuta del paese di insediamento con operatori locali.

L'aggregazione per aree geografiche segue i criteri utilizzati dalla BRI.

Tav. a13

Fonte: Istat.

Dati destagionalizzati. Nella voce "Altri impieghi interni" sono compresi i consumi collettivi e le variazioni delle scorte.

Tav. a14

Fonte: elaborazioni su dati Istat e Isco.

Gli indici della produzione industriale sono rettificati per tener conto delle variazioni nel numero di giornate lavorative. La destagionalizzazione delle serie di produzione industriale per destinazione e dell'indice generale viene effettuata separatamente. Questo implica che il dato aggregato destagionalizzato può differire dalla media ponderata delle componenti destagionalizzate. Per le scorte di prodotti finiti sono riportati dati grezzi.

Tav. a15

Fonte: Istat.

I dati, che risentono di fattori stagionali, presentano notevoli discontinuità che ne impediscono una immediata comparabilità nel tempo. Dal primo trimestre del 1991 i coefficienti di riporto all'universo dei dati campionari tengono conto della composizione per età, oltre che per sesso, della popolazione come risultante dalle anagrafi; dall'ottobre del 1992 sono allineati alle risultanze censuarie del 1991 aggiornate sulla base delle anagrafi. Nel 1992 l'indagine del secondo trimestre è stata condotta in maggio, anziché in aprile. La quarta indagine è stata condotta in base a un diverso questionario, e implica una diversa composizione settoriale dell'occupazione; inoltre, viene adottata una più restrittiva definizione delle persone in cerca di lavoro: per quel mese si riportano sia le vecchie serie, basate sulla precedente definizione, anche se sul nuovo questionario, sia le nuove serie.

Tav. a16

Fonte: Istat.

La tavola recepisce, sia per l'indice dei prezzi praticati dai grossisti sia per quello dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale, l'introduzione della nuova base 1990=100 che sostituisce, rispettivamente, le basi 1989=100 e 1985=100 precedentemente utilizzate dall'Istat.

A far tempo dal febbraio 1992 l'indice dei prezzi al consumo non comprende il prezzo dei tabacchi lavorati (legge 5.2.1992 n. 81). Da tale data, ai fini del calcolo delle variazioni percentuali tra indici comprensivi e non dei tabacchi, sono stati utilizzati coefficienti di raccordo forniti dall'Istat, pari a 1.0034 per i beni alimentari e a 1.0009 per il totale dei prezzi al consumo e per il Costo della vita.

Tav. a17

La voce "variazioni delle riserve ufficiali" è al netto degli aggiustamenti di cambio e degli adeguamenti nella valutazione delle componenti auree; il segno (-) indica aumento delle attività nette.

Tav. a18

Il saldo in dollari può non coincidere con la somma delle singole componenti a causa di arrotondamenti.

Tav. a19

Nelle tavole a19 e a20 vengono esposte le operazioni di cassa del settore statale (bilancio e tesoreria dello Stato, Cassa DD.PP., ex aziende autonome statali, Agenzia per il Mezzogiorno; si ricorda che quest'ultima è stata soppressa a decorrere dal 15 aprile 1993 ai sensi del decreto legislativo n. 96 del 1993) sia secondo la definizione tradizionale, sia secondo la nuova definizione. Si ricorda che nella nuova definizione sono esclusi dal comparto *ex aziende autonome* le Ferrovie, i Monopoli, i Telefoni e le Poste e restano inclusi l'Anas e la Gestione delle ex Foreste demaniali. Nella prima tavola si perviene alla individuazione del fabbisogno come somma del disavanzo della gestione di bilancio e del saldo delle operazioni della tesoreria e degli altri enti appartenenti al settore. Dai dati concernenti la gestione di bilancio sono escluse le partite contabili che trovano compenso in movimenti della gestione di tesoreria, le accensioni e i rimborsi dei prestiti e le regolazioni debitorie che si riferiscono a enti interni al settore statale o si traducono in meri giri contabili tra bilancio e tesoreria statale; inoltre sono inclusi i movimenti delle contabilità speciali IVA e dal 1994 i rimborsi IVA effettuati tramite il conto fiscale. Per omogeneità di raffronto, la serie storica relativa alle entrate tributarie comprende l'IVA destinata alla UE. La voce "altre operazioni" comprende il saldo delle operazioni di tesoreria, le spese delle ex aziende autonome non finanziate con entrate proprie o con apporti del Tesoro e della Cassa DD.PP., gli impieghi della Cassa DD.PP. (esclusi quelli in

favore del Tesoro e delle ex aziende autonome) e, fino al mese di aprile del 1993, il disavanzo dell'Agenzia per il Mezzogiorno. La voce "regolazioni debitorie e dismissioni" consente di raccordare il totale delle effettive occorrenze finanziarie con il concetto di fabbisogno attualmente utilizzato per la definizione degli obiettivi della politica di bilancio. La suddetta voce corrisponde alla somma algebrica dei proventi delle dismissioni, considerati con segno positivo, e delle regolazioni, registrate con segno negativo. I dati dell'ultimo anno sono provvisori.

Tav. a20

In questa tavola vengono analizzate le forme di copertura del fabbisogno del settore statale. I debiti esteri qui considerati includono solo i debiti diretti del Governo italiano e degli altri enti del settore emessi all'estero: essi escludono quelli contratti indirettamente per il tramite degli istituti di credito, posti tra gli "altri debiti", e i BOT e gli altri titoli pubblici acquistati da non residenti, già considerati nelle rispettive categorie di debito interno; nei debiti esteri sono inclusi i CTE con apposita stampigliatura per la circolazione all'estero. La voce "Finanziamenti BI-UIC diversi da operazioni in titoli" include il Fondo ammortamento titoli di Stato, istituito ai sensi della L. 27.10.93, n. 432, modificata dal DL 8.1.96, n. 6. La voce "conti correnti" include il conto corrente di tesoreria provinciale, il conto disponibilità del tesoro e il conto transitorio (questi due ultimi conti sono stati istituiti in relazione al disposto della legge 26.11.93, n. 483). Il conto corrente di tesoreria provinciale è stato soppresso il 31 dicembre 1993 e le passività in essere a tale data sono state trasferite sul conto transitorio. Quest'ultimo è stato soppresso nel novembre 1994; in conversione delle passività in essere su tale conto, il DM 15.11.94 ha disposto l'emissione di BTP per 76.206 miliardi, assegnati alla Banca d'Italia; tali titoli sono inclusi nella voce "Titoli a medio e a lungo termine". Il fabbisogno aggiuntivo dell'Anas, della Gestione ex Foreste demaniali e delle altre ex aziende autonome corrisponde ai finanziamenti netti realizzati direttamente sul mercato da parte dei suddetti enti. I dati dell'ultimo anno sono provvisori.

Tav. a21

In questa tavola si riportano la consistenza complessiva e la composizione del debito del settore statale. I dati sono riportati sia secondo la definizione tradizionale del settore, sia secondo la nuova definizione; si ricorda che nella nuova definizione sono esclusi dal comparto *ex aziende autonome* le Ferrovie, i Monopoli, i Telefoni e le Poste e restano inclusi l'Anas e la Gestione delle ex Foreste demaniali. La consistenza del debito (dati di fine periodo) è valutata ai valori nominali (o di rimborso). Per i debiti espressi in valuta si utilizzano i tassi di cambio di fine periodo. La variazione del debito non coincide quindi con i flussi riportati nella tavola a20. Le voci "Titoli a medio e a lungo

termine sul mercato", "BOT e BTE sul mercato", "Totale mercato interno" e "Debiti verso BI-UIC" includono solo i titoli relativi ad operazioni a titolo definitivo. I CTE privi dell'apposita stampigliatura per la circolazione all'estero e i BTE sono compresi nei debiti interni. I titoli a medio e a lungo termine includono le obbligazioni emesse dal Credito per conto del Tesoro e delle ex aziende autonome; l'ammontare di tali obbligazioni viene sottratto dagli impieghi degli istituti di credito in favore degli stessi enti. La raccolta postale comprende i conti correnti, al netto di quelli di "servizio" e dei versamenti della tesoreria ai comuni e alle province che rimangono in giacenza presso le Poste. Dal gennaio 1989 la consistenza degli impieghi delle istituzioni creditizie è tratta dalla Centrale dei rischi; per i periodi precedenti la consistenza delle aziende di credito è desunta dalla Matrice dei Conti e quella degli istituti di credito speciale dalla Centrale dei rischi. I debiti esteri includono solo i debiti contratti direttamente e i CTE con apposita stampigliatura per la circolazione all'estero. I dati dell'ultimo anno sono provvisori.

Tav. a22

Dal Bollettino n. 25 dell'ottobre 1995, l'utilizzo della base monetaria include i depositi presso la Banca d'Italia e la cassa contante degli ex istituti di credito speciale; l'aggregato è pertanto riferito all'insieme delle banche. Dal lato della creazione, la voce "rifinanziamento" include i crediti concessi agli ex ICS. In precedenza, il saldo tra i crediti e i debiti di questi ultimi nei confronti della Banca d'Italia era incluso nella voce "altri settori". Tali modifiche, che comportano variazioni di importo modesto rispetto ai dati precedentemente pubblicati, sono coerenti con il Testo Unico in materia bancaria e creditizia, entrato in vigore dal 1.1.1994. La ricostruzione dei dati è stata effettuata dal dicembre 1988 per consentire l'allineamento delle statistiche della base monetaria con quelle bancarie. Sono stati oggetto di una revisione metodologica anche i dati sulle operazioni definitive e temporanee della Banca d'Italia. Dal dicembre 1994 essi sono tratti direttamente dalle relative voci del bilancio dell'Istituto, che da tale mese recepisce le direttive comunitarie in materia di conti annuali. Per il periodo precedente, il portafoglio di titoli di Stato è calcolato sottraendo al vecchio dato contabile del portafoglio complessivo, che includeva gli acquisti temporanei di titoli al netto delle vendite, la consistenza di queste ultime operazioni (ricostruita sulla base dei valori di contrattazione dei titoli per il 1993 e in precedenza al valore nominale).

La voce "Estero" corrisponde alla variazione della posizione netta sull'estero di BI-UIC, al netto degli aggiustamenti di cambio. La voce "Conti del Tesoro" coincide, fino al dicembre 1993, col ricorso al conto corrente di tesoreria; dal gennaio 1994, con l'utilizzo del "conto disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria"; dal dicembre 1994 include anche l'utilizzo del "fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato". Nel 1994 e nel 1995 sono affluiti sul conto

di disponibilità, in via transitoria, i proventi delle operazioni di dismissione; questi sono stati successivamente trasferiti al fondo ammortamento. A partire dal 1995, le disponibilità su quest'ultimo conto sono utilizzate dal Tesoro per effettuare operazioni di riacquisto di titoli di Stato. Il dato del 1993 della voce "Conti del Tesoro" esclude il flusso relativo alla costituzione, nel dicembre di quell'anno, del "conto disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria"; quello del 1994 esclude il flusso relativo alla conversione in titoli del credito della Banca d'Italia sul conto corrente di tesoreria nel novembre di quell'anno. La voce "Altre operazioni BI-UIC con il Tesoro" include i rimborsi netti di titoli di Stato all'emissione di BI-UIC, la circolazione di Stato, i biglietti e le monete di Stato nelle casse della Banca d'Italia, i titoli postali da riscuotere, i crediti a fronte del portafoglio ammassi obbligatori, servizi diversi per conto dello Stato, altri finanziamenti BI-UIC, al netto dei biglietti di banca nelle casse del Tesoro. Il dato del dicembre 1993 esclude gli acquisti di titoli emessi dal Tesoro per la costituzione del "conto di disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria"; quello del novembre 1994 esclude gli acquisti di titoli per la conversione del credito della Banca d'Italia sul conto corrente di tesoreria.

I "Depositi presso BI" includono il conto di riserva, i depositi liberi delle banche non soggette a riserva obbligatoria e i depositi a cauzione assegni circolari. La voce "riserva obbligatoria" corrisponde all'obbligo medio di riserva nel periodo di mantenimento (15 del mese indicato-14 del mese successivo). Le "Altre voci" comprendono la cassa contante e il margine disponibile sulle anticipazioni ordinarie.

Riguardo al finanziamento del Tesoro, i dati degli ultimi mesi relativi al fabbisogno e alla copertura non monetaria sono provvisori. Il fabbisogno comprende le regolazioni di debiti pregressi e i proventi derivanti dalle dismissioni. Dal 1993 esso si riferisce alla nuova definizione del settore statale, che esclude le Ferrovie, i Monopoli, le Poste e i Telefoni di Stato.

La voce "Collocamenti netti di titoli sul mercato primario" corrisponde alle sottoscrizioni nette del sistema (il segno - indica acquisti netti). Le "Altre forme di copertura" sono la raccolta postale, i debiti esteri, i depositi cauzionali presso la Cassa DD. PP., gli impieghi bancari in favore delle ex aziende autonome incluse nel settore statale; in questa voce confluiscono, inoltre, con segno invertito, le operazioni di riacquisto di titoli di Stato da parte del Tesoro.

Tav. a23

Per le revisioni metodologiche, si veda la nota alla Tav. a22.

I dati relativi alla consistenza della base monetaria dell'estero sono calcolati omettendo la correzione per gli aggiustamenti di cambio. Il canale estero coincide pertanto con la posizione netta sull'estero di BI-UIC, calcolata ai

prezzi e ai cambi di fine periodo. Per garantire la coerenza contabile, anche la consistenza degli "Altri settori" viene pubblicata omettendo la suddetta correzione. Le operazioni pronti contro termine in valuta sono calcolate con riferimento ai cambi di fine mese.

I dati della voce "Titoli di Stato e per conto Tesoro" corrispondono all'ammontare dei titoli detenuti in via definitiva della Banca d'Italia. Includono i titoli emessi nel novembre 1994 per la conversione del conto corrente di tesoreria, secondo quanto previsto dalla L. 483/93, e differiscono da quelli risultanti dalla situazione contabile BI-UIC poiché includono i titoli ceduti a fronte delle anticipazioni ex DM 27.9.1974. I dati di fine anno comprendono la svalutazione dei titoli; quello del dicembre 1993 include i titoli emessi dal Tesoro (controvalore di 30.670 miliardi) per la costituzione del "conto disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria". Sul "Conto di transito" è riportato il saldo del conto corrente di tesoreria al 31 dicembre 1993. Questo credito della Banca d'Italia nei confronti del Tesoro è stato convertito, nel novembre 1994, in titoli di Stato a lunga scadenza, secondo quanto previsto dalla legge 483/93. Il saldo del "conto disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria" è riportato con il segno negativo per indicare che esso rappresenta una passività della Banca d'Italia nei confronti del Tesoro. Nel 1994 e nel 1995 sono affluiti su questo conto, in via temporanea, i proventi delle operazioni di dismissione. Il "Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato" è stato istituito presso la Banca d'Italia in base alla L. 27.10.1993 n. 432. Su tale fondo sono affluiti, nel 1994 e nel 1995, i proventi relativi alle operazioni di dismissione, precedentemente depositati sul conto di disponibilità. A partire dal 1995, le disponibilità sul fondo ammortamento sono utilizzate dal Tesoro per effettuare operazioni di riacquisto di titoli di Stato. Nelle "Altre voci", oltre alla circolazione di stato, sono inclusi i crediti a fronte del portafoglio ammassi obbligatori, i biglietti e le monete di Stato nelle casse della Banca d'Italia e i titoli postali da riscuotere. Sono compresi anche i servizi diversi per conto dello Stato e altri finanziamenti BI-UIC, al netto dei biglietti di banca nelle casse del Tesoro.

La voce "Depositi presso BI" include il conto di riserva, i depositi liberi delle banche non soggette a riserva obbligatoria e i depositi a cauzione assegni circolari; comprende, fino al maggio 1991, la riserva obbligatoria sulla raccolta netta in valuta. La voce "riserva obbligatoria" corrisponde all'obbligo medio di riserva nel periodo di mantenimento (15 del mese indicato-14 del mese successivo). Le "Altre voci" comprendono la cassa contante e il margine disponibile sulle anticipazioni ordinarie.

Tav. a24

Stime della media dei dati giornalieri nel periodo di mantenimento della riserva obbligatoria (15 del mese indicato-14 del mese successivo).

I "Depositi presso BI" comprendono il conto di riserva, i depositi liberi delle banche non soggette a riserva obbligatoria e i depositi a cauzione assegni circolari. La media della cassa contante è stimata sulla base delle segnalazioni bancarie decedali.

Le variazioni percentuali sui 12 mesi delle riserve bancarie e della base monetaria sono aggiustate per la variazione del coefficiente medio di riserva obbligatoria (per la descrizione della procedura adottata cfr: *Relazione annuale per il 1994 - Note metodologiche*).

Le operazioni temporanee della Banca d'Italia, rilevate ai valori nominali, comprendono le operazioni a data chiusa con gli operatori principali sul mercato telematico dei titoli di Stato; fino al dicembre 1993, la voce "Acquisti" comprende anche i finanziamenti alle aste dei BOT.

Tav. a25

Per la revisione metodologica dei dati relativi alle operazioni della Banca d'Italia, si veda la nota alla Tav. a22.

Il dato delle sottoscrizioni del 1993 include quelle dei CCT (controvalore 10.085 miliardi) e dei BTP (controvalore 20.585 miliardi) emessi nel dicembre di quell'anno per la costituzione del "conto disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria". Il dato del 1994 esclude i titoli di Stato emessi nel novembre di quell'anno per la conversione del conto corrente di tesoreria, secondo quanto previsto dalla L. 483/93 e dal DM 15.11.94.

Nella voce "operazioni temporanee" sono compresi i finanziamenti e gli impieghi agli operatori principali sul mercato telematico dei titoli di Stato; quelle in BOT includono anche, fino al dicembre 1993, i finanziamenti alle aste.

Tav. a26

Metodo dell'asta competitiva. I prezzi e i rendimenti sono espressi in valori percentuali, le quantità in miliardi di lire. I rendimenti sono composti per i BOT a 3 e a 6 mesi; semplici per quelli a 12 mesi. Ai rendimenti lordi viene applicata una ritenuta fiscale del 12,5 per cento. I rendimenti riferiti al "Totale" sono medie ponderate in funzione delle quantità aggiudicate.

Tav. a27

Metodo dell'asta competitiva. I rendimenti sono espressi in valori percentuali, le quantità in miliardi di lire. Il tasso marginale è il tasso minimo d'aggiudicazione.

Tav. a28

Metodo dell'asta competitiva sullo *spread* (punti *forward*) tra tasso di cambio a pronti e quello a termine.

I punti *forward* sono i punti da sommare al tasso di cambio a pronti per determinare quello a termine.

I rendimenti sono espressi in valori percentuali, le quantità in milioni di marchi o di dollari, il tasso di cambio a pronti e i punti *forward* in lire.

I tassi di rendimento sono tassi "indicativi" calcolati con riferimento allo *spread* tra il cambio a pronti e quello a termine e al tasso di interesse LIBOR sulla valuta dell'operazione.

Tav. a29

I rendimenti sono espressi in valori percentuali, le quantità in miliardi di lire; gli importi degli acquisti hanno il segno positivo, quelli delle vendite negativo. Il tasso marginale è il tasso minimo di aggiudicazione per gli acquisti e massimo di aggiudicazione per la vendita.

Tav. a31

I dati relativi al tasso di sconto e alle anticipazioni a scadenza fissa sono di fine periodo.

I tassi sulle operazioni pronti contro termine in titoli e in valuta sono medie semplici delle operazioni effettuate.

I rendimenti sui BOT sono pari alla media dei tassi di aggiudicazione alle aste pubbliche, composti per i titoli a 3 e a 6 mesi e semplici per quelli a 12 mesi, al lordo della ritenuta fiscale, ponderata per le quantità aggiudicate agli operatori. La voce "Media" corrisponde alla media dei tassi d'aggiudicazione alle aste, al lordo della ritenuta fiscale, ponderata per le quantità aggiudicate agli operatori.

Tav. a32

I dati annuali sono relativi al mese di dicembre.

I tassi interbancari sui conti liberi e i tassi sulle operazioni con la clientela sono tratti dalla nuova rilevazione decennale entrata in vigore nel gennaio 1995 e sono calcolati come media centrata mensile. Il campione è composto dalle banche partecipanti alla segnalazione nelle singole date di riferimento. I dati antecedenti il 1995 sono parzialmente stimati sulla base delle informazioni tratte dalla precedente rilevazione decennale. I tassi sui certificati di deposito si riferiscono alle emissioni in lire con durata originaria, rispettivamente, non superiore a 6 mesi e compresa tra 18 e 24 mesi; non sono disponibili informazioni antecedenti il 1995. I tassi interbancari sui conti liberi sono ottenuti come media centrata mensile delle segnalazioni decedali relative al tasso massimo applicato ai depositi liberi in lire di istituzioni creditizie residenti con saldi contabili passivi superiori a 1 miliardo. Il tasso sull'euro lira a 3 mesi è relativo alla media mensile delle rilevazioni giornaliere del tasso denaro sulla lira interbancaria quotata sul mercato di Londra. I restanti tassi interbancari rappresentano la media mensile delle rilevazioni giornaliere del mercato telematico interbancario dei depositi. Il *prime rate* ABI è ottenuto sulla base dei tassi rilevati dall'Associazione bancaria per i crediti in bianco utilizzati in conto corrente a clientela di primo ordine; i dati non comprendono la commissione di massimo scoperto pari a 1/8 di punto percentuale al trimestre.

Tav. a33

I dati annuali sono relativi al mese di dicembre.

Per effetto dei Decreti legislativi 14.12.1992, n. 481, e 1.9.1993, n. 385 (Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, in vigore dal 1994) nell'ordinamento bancario sono state, tra l'altro, eliminate le precedenti distinzioni tra gli enti operanti prevalentemente nel breve (ex aziende di credito) e nel medio e lungo termine (ex istituti di credito speciale). Il complesso degli enti creditizi assume la denominazione di "banche".

I dati relativi ai crediti da BI-UIC sono tratti dalla contabilità della Banca d'Italia; dalla stessa fonte provengono, in parte, i dati relativi alla voce "riserve bancarie", che comprende la liquidità in lire (esclusi i depositi presso Poste e Cassa DD.PP.), la riserva obbligatoria, il contante a cauzione assegni e i depositi presso la Banca d'Italia delle banche con raccolta a medio e a lungo termine.

La voce "titoli" è al valore contabile. Per esigenze di uniformità con la matrice bancaria, gli impieghi relativi alle banche con raccolta a medio e a lungo termine sono stati ricalcolati, fino al dicembre 1994, per includere le rate arretrate e la quota capitale delle rate in scadenza ed escludere la componente delle sofferenze rappresentata dal credito a scadere; le rate arretrate e il credito a scadere delle sofferenze sono stati, rispettivamente, sottratti e sommati alla voce "sofferenze ed effetti propri insoluti e al protesto". La voce "patrimonio" si riferisce alle componenti positive del patrimonio utile ai fini di vigilanza fino al novembre del 1991, successivamente è composta dai mezzi propri, dai fondi rischi e dalle passività subordinate raccolte dalle dipendenze interne ed estere; i conti correnti di corrispondenza, facenti parte dei rapporti con altre istituzioni creditizie, sono a saldi liquidi. I dati relativi all'operatività sull'estero si riferiscono ad aggregati solo parzialmente coincidenti con quelli contenuti nelle statistiche valutarie.

Tav. a34

I dati annuali sono relativi al mese di dicembre.

Gli impieghi non includono quelli effettuati dalle filiali estere. La voce "titoli di Stato" comprende i titoli in ecu.

Le obbligazioni si riferiscono alle obbligazioni emesse da residenti in lire e valuta nel portafoglio delle banche: si tratta di obbligazioni del settore pubblico, dell'Enel, di enti di gestione delle PP.SS., di banche e di privati.

Tav. a35

I dati annuali sono relativi al mese di dicembre.

La voce "certificati di deposito a breve" comprende i certificati di deposito in lire con durata originaria inferiore ai 18 mesi.

Per i periodi antecedenti il 1995, i depositi in valuta e i depositi di non residenti si riferiscono solamente alle ex aziende di credito.

Per le informazioni sui depositi medi precedenti il 1995, il valore medio dei depositi degli ex istituti di credito speciale è stato stimato come media mobile dei dati di fine periodo.

Tav. a36

Fonte: Centrale dei rischi.

Gli impieghi riguardano tutte le banche in esercizio e includono anche il finanziamento degli ammassi obbligatori, i crediti in sofferenza, gli effetti propri insoluti e al protesto, mentre non comprendono le posizioni debitorie inferiori a 80 milioni.

Le famiglie produttrici sono costituite da imprese individuali e società di persone senza personalità giuridica, con un numero di addetti inferiore a 20 unità, la cui funzione principale consiste nel produrre beni e servizi non finanziari destinabili alla vendita.

I tassi di crescita a 12 mesi non sono aggiustati per le modifiche di valutazione dovute alle variazioni dei cambi.

Tav. a37

La voce "titoli in valuta" include i titoli di Stato in valuta e le euro-obbligazioni in lire. Nelle "altre attività finanziarie" sono compresi i certificati di deposito, le accettazioni bancarie e le carte commerciali. La differenza tra patrimonio netto e portafoglio totale è costituita da altri attivi netti (principalmente liquidità). Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti.

Tav. a38

La voce "obbligazioni italiane" include i Certificati di deposito con scadenza superiore ai 18 mesi. Nella voce "obbligazioni estere" sono inclusi i titoli di Stato esteri. La raccolta netta è calcolata come somma di flussi mensili. Le gestioni effettuate dalle banche sono quelle svolte in via diretta.

Tav. a39

Il portafoglio degli investitori non è influenzato dalle operazioni di acquisto o cessione temporanee.

Le emissioni effettuate dal settore pubblico nel dicembre 1993 includono i BTP e i CCT per il controvalore di 30.670 miliardi, collocati direttamente nel portafoglio della Banca d'Italia per la costituzione del conto "Disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria"; tra le emissioni di novembre 1994 sono inoltre compresi i BTP emessi per complessivi 76.205,8 miliardi di lire a conversione del "conto di transito" (ex conto corrente di tesoreria) *ex lege* 26.11.93 n. 483. Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti.

Tav. a40

Il rendimento all'emissione dei CCT, netto e lordo, corrisponde al rendimento atteso nei mesi di godimento della prima cedola nell'ipotesi di invarianza dei tassi nel periodo.

A partire dall'emissione del 19.7.94 per i BTP e di quella del 18.7.94 per i CCT l'importo collocato comprende gli importi sottoscritti nelle emissioni riservate agli "specialisti" operanti sul mercato telematico dei titoli di Stato.

Tav. a41

Per i CCT viene indicato il rendimento atteso nell'ipotesi di invarianza dei tassi. Il rendimento del CTE si riferisce a un investimento in ECU e non è quindi confrontabile con i rendimenti attesi da investimenti in lire. Per i CTO viene indicato il rendimento nell'ipotesi che il titolo non venga rimborsato anticipatamente.

I rendimenti netti sono medie dei valori giornalieri nel periodo considerato, calcolati con riferimento ai titoli quotati alla Borsa di Milano; il campione relativo ai BTP è costituito dai titoli quotati con vita residua superiore a 1 anno.

Per gli indici di capitalizzazione la base è posta uguale a 100 rispettivamente al:

- 31 dicembre 1980 per i CCT
- 26 gennaio 1983 per i CTE
- 30 dicembre 1983 per i BTP
- 27 giugno 1989 per i CTO
- 31 dicembre 1984 per i fondi comuni.

Gli indici di capitalizzazione sono calcolati con riferimento ai titoli quotati alla Borsa valori di Milano; i valori sono medie di dati giornalieri nel periodo considerato.

Tav. a42

Per la definizione di moneta del settore non statale, cfr. *Relazione annuale per il 1994 - Glossario*. La M2 corrisponde alla definizione di M3 "armonizzata" a livello UE.

A seguito della riforma del gennaio 1995 delle segnalazioni statistiche di Vigilanza, che ha unificato le rilevazioni su ex aziende di credito ed ex ICS, l'aggregato M2 ora include i certificati di deposito emessi dagli ex ICS.

Dal gennaio 1993 il settore non statale include anche le ex aziende autonome Ferrovie, Monopoli e Telefoni, trasformate in società per azioni. Ciò determina una discontinuità statistica nelle serie relative alle consistenze.

La voce "conti correnti bancari" comprende i depositi in conto corrente liberi in lire e in valuta.

Le "altre voci" della moneta M1 comprendono gli assegni circolari, i vaglia cambiari e i depositi in conto corrente presso il Tesoro.

I "certificati di deposito oltre il breve termine" sono quelli non rimborsabili prima di 18 mesi.

La voce "depositi a risparmio bancari" comprende i depositi a risparmio e i conti correnti vincolati in lire e in valuta.

La moneta M2 "estesa" include i depositi di residenti presso le filiali estere di banche italiane.

I dati medi sono calcolati come medie mensili di dati giornalieri per tutte le componenti ad eccezione dei depositi postali e di voci minori, per cui si utilizzano medie mobili su due periodi dei dati di fine mese.

Tav. a43

Per la definizione di attività liquide del settore non statale, cfr. *Relazione annuale per il 1994 - Glossario*. Le attività liquide corrispondono alla definizione di M4 "armonizzata" a livello UE. Per la definizione di settore non statale, si veda la nota alla Tav. a42.

La voce "titoli acquistati pronti contro termine" include dal gennaio 1990 i titoli in valuta emessi da residenti, mentre esclude i titoli emessi da non residenti.

Le consistenze di BOT e BTE sono al valore nominale. Sono esclusi gli acquisti netti pronti contro termine.

Tav. a44

Attività finanziarie del settore non statale al netto delle azioni. Le procedure per il calcolo delle attività finanziarie sull'estero del settore non statale sono coerenti con la metodologia dei nuovi Conti Finanziari (cfr.: *Relazione annuale per il 1994 - Note metodologiche*, tavv. aD36-aD39); i nuovi dati sono disponibili a partire dal dicembre 1988. Per la definizione di settore non statale si veda la nota alla tav. a42.

Tutte le consistenze sono calcolate al valore nominale, con l'eccezione delle quote di fondi comuni (valore di mercato).

La voce "titoli di Stato" comprende CCT, BTP, CTE, CTS, Certificati ordinari, CTO, CTR, Certificati per Enti mutualistici, Cartelle della Cassa DD.PP., Rendita 5% e Prestiti Edilizia Scolastica. Sono esclusi i titoli di Stato acquistati dal settore non statale pronti contro termine, già compresi nelle attività liquide; sono invece inclusi i titoli venduti pronti contro termine.

La voce "obbligazioni Credioip e aziende autonome" non comprende le obbligazioni acquistate dal settore non statale pronti contro termine, già comprese nelle attività liquide; sono inclusi i titoli venduti pronti contro termine.

La voce "altre obbligazioni" comprende obbligazioni emesse da imprese (pubbliche e private), banche con raccolta a lungo termine e Enti territoriali residenti. Sono escluse le obbligazioni acquistate dal settore non statale pronti contro termine, già comprese nelle attività liquide; sono inclusi i titoli venduti pronti contro termine.

La voce "altre attività finanziarie" comprende i conti correnti di Enti ammassatori, crediti di Istituti di previdenza, Assicurazioni, Enti territoriali e privati verso banche con raccolta a lungo termine, conti correnti di consorzi agrari, depositi cauzionali di imprese, titoli atipici, prestiti della Repubblica nel portafoglio del settore non statale. Dal dicembre 1992, alcune categorie di fondi gestiti dagli ex ICS, in precedenza comprese tra le attività del settore non statale, non sono più riportate nel bilancio degli istituti. I dati relativi al periodo dicembre 1974-novembre 1992 sono stati corretti per eliminare la discontinuità statistica.

Il "totale attività finanziarie" include i depositi presso le filiali estere di banche italiane, i titoli esteri e i prestiti a non residenti.

Tav. a45

Dal dicembre 1988 si è proceduto a una revisione delle procedure per il calcolo dei "finanziamenti esteri al settore non statale", riprendendo la metodologia dei nuovi conti finanziari (cfr.: *Relazione annuale per il 1994 - Note metodologiche*, tavv. aD36-aD39). Per la definizione di settore non statale si veda la nota alla tav. a42.

Al fine di evitare una discontinuità statistica, i dati delle segnalazioni di vigilanza relativi agli impieghi degli ex ICS sono stati corretti per il periodo dicembre 1974 - novembre 1992.

Le voci "credito bancario a breve termine" e "credito bancario a medio e a lungo termine" comprendono gli im-

pieghi in lire e in valuta, le rate arretrate e le quote capitale delle rate in scadenza ed escludono la componente delle sofferenze costituita dal credito a scadere.

La voce "finanziamenti esteri" comprende prestiti esteri e obbligazioni emesse dal settore non statale di possesso estero.

Tav. a46

La tavola è riferita alla moneta M2 interna di fine periodo. Per la definizione di moneta del settore non statale, cfr. *Relazione annuale per il 1994 - Glossario*. Per la definizione di settore non statale si veda la nota alla tav. a42.

Secondo le nuove convenzioni contabili, adottate a partire dal gennaio 1994, i dati relativi ai titoli dei diversi operatori si riferiscono alla consistenza detenuta in via definitiva, che include i titoli venduti temporaneamente ed esclude quelli acquistati temporaneamente.

I dati delle "riserve ufficiali" sono al netto degli aggiustamenti di cambio.

La voce "crediti al settore non statale" si riferisce alle attività verso il settore non statale delle banche.

La voce "crediti al settore statale" si riferisce alle attività verso il settore statale delle banche e della Banca d'Italia.

La voce "altre partite" comprende i pronti contro termine di raccolta, i finanziamenti delle banche e della Banca d'Italia alle altre banche, gli "altri settori" della base monetaria, voci patrimoniali e residue nel bilancio delle banche.

Principali provvedimenti di politica economica

13 ottobre – Provvedimenti monetari, creditizi e finanziari: *Modalità di utilizzo delle somme depositate nel Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato.*

Il decreto del Ministro del Tesoro dispone che le somme giacenti sul Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato possono essere utilizzate per l'acquisto di titoli di Stato in circolazione o per il rimborso di quelli in scadenza. Le operazioni di acquisto possono essere effettuate secondo due modalità: *a)* tramite incarico, conferito dal Ministro del Tesoro alla Banca d'Italia o ad altri intermediari, individuati tra gli operatori "specialisti" in titoli di Stato, con l'indicazione del prezzo massimo accoglibile; *b)* tramite asta competitiva riservata agli operatori specialisti, gestita dalla Banca d'Italia. Per le operazioni d'asta, il Ministro del Tesoro comunica di volta in volta alla Banca d'Italia la data e le modalità dell'asta, la specie dei titoli e i relativi importi che potranno essere acquistati; il Ministro si riserva la facoltà di escludere offerte che presentino condizioni di prezzo ritenute non convenienti. Il costo delle operazioni di acquisto viene sostenuto con le disponibilità del Fondo e comprende il valore del titolo, spese e oneri accessori all'acquisto e dietimi di interesse maturati sulla cedola in corso di godimento.

(D.M. 13.10.95; G.U. 24.10.95, n. 249)

26 ottobre – Provvedimenti fiscali: *Testo unico delle disposizioni legislative concernenti le imposte sulla produzione e sui consumi e relative sanzioni penali e amministrative.*

In attuazione della delega contenuta nella L. 427 del 1993 è stato emanato il Testo unico delle imposte sulla produzione e sui consumi che raccoglie, coordina e armonizza le disposizioni in materia di accise con le direttive comunitarie. Le norme ivi contenute sostituiscono quelle finora vigenti relative all'imposta di fabbricazione sugli spiriti e sulla birra (Testo unico del 1924), all'imposta di fabbricazione sugli oli minerali (RDL 28.2.39, n. 334), nonché alle imposte di consumo sull'energia elettrica (Testo unico del

1924), sul gas metano (DL 7.2.77, n. 15) e sugli oli lubrificanti e bitumi (DL 30.8.93, n. 331).

(D.lgs. 26.10.95, n. 504; Supp. Ord. G.U. 29.11.95, n. 279)

29 novembre – Provvedimenti fiscali: *Conversione in legge, con modificazioni, del DL 26.9.95, n. 406, recante disposizioni urgenti per favorire le privatizzazioni.*

Con la conversione del provvedimento vengono apportate modifiche sostanziali alla disciplina dei fondi d'investimento immobiliare chiusi di cui alla L. 86 del 1994, al fine di rendere più agevole la privatizzazione degli immobili di proprietà pubblica. In particolare: *a)* l'ammontare minimo del patrimonio di ciascun fondo è elevato da 100 a 200 miliardi; *b)* si attribuisce la qualifica di investitore istituzionale allo Stato, agli enti locali, agli enti pubblici previdenziali e assistenziali, alle associazioni e alle fondazioni derivate da operazioni di conferimento di aziende bancarie, con esclusione delle società aventi quale oggetto principale l'esercizio di attività immobiliare; *c)* le quote del fondo devono appartenere per almeno il 90 per cento agli investitori istituzionali; *d)* questi ultimi possono sottoscrivere le quote del fondo con un apporto di beni immobili integrato con un versamento in denaro pari al 5 per cento del valore del conferimento in natura; *e)* la durata minima del fondo è ridotta da dieci a cinque anni nel caso in cui il patrimonio immobiliare del fondo sia costituito per almeno il 90 per cento da immobili ceduti dallo Stato, da enti previdenziali pubblici, da regioni, da enti locali o loro consorzi, nonché da società interamente possedute dagli stessi soggetti (in tali circostanze, inoltre, si riduce da cinque a due anni il termine per poter procedere al rimborso parziale delle quote in caso di disinvestimento); *f)* si dà facoltà al Ministro del Tesoro di emettere titoli speciali che prevedano la conversione in quote di fondi istituiti con apporto di immobili; *g)* gli enti locali territoriali sono autorizzati, fino a concorrenza del valore degli immobili conferiti, ad emettere prestiti obbligazionari convertibili in quote di fondi immobiliari chiusi.

Per quanto riguarda le disposizioni tributarie, viene specificato che le plusvalenze generate dagli adeguamenti di valore del patrimonio del fondo sono accantonate in sospensione d'imposta e concorrono a formare il reddito imponibile solo in caso di loro distribuzione.

(L. 29.11.95, n. 503; G.U. 29.11.95, n. 279)

29 novembre – Provvedimenti fiscali: *Conversione in legge, con modificazioni, del DL 2.10.95, n. 415, recante proroga dei termini a favore dei soggetti residenti nelle zone colpite dagli eventi alluvionali del novembre 1994 e disposizioni integrative del DL 23.2.95, n. 41, convertito, con modificazioni, dalla L. 22.3.95, n. 85.*

Con la conversione del provvedimento è stata disposta l'estensione della sanatoria delle irregolarità formali alle sanzioni dovute per ritardati versamenti di imposte (IVA e imposte dirette), effettuati entro il 31 dicembre 1994.

È stato inoltre prorogato al 20 dicembre 1995 il termine di pagamento delle imposte sostitutive previste dalla L. 22.3.95, n. 85, relative a: a) disavanzi di fusioni e scissioni societarie (è rimasto fissato al 28 febbraio 1996 il termine di pagamento per il restante 20 per cento dell'imposta dovuta); b) conferimenti bancari effettuati ai sensi della "legge Amato" (L. 218 del 1990), rimanendo invariate le scadenze del 31 gennaio e 30 aprile 1996 in caso di pagamento rateale del 40 per cento dell'imposta dovuta; c) affrancamento delle riserve o fondi in sospensione d'imposta, rimanendo invariate le scadenze del 31 gennaio e 30 aprile 1996 in caso di pagamento rateale del 50 per cento dell'imposta dovuta.

(L. 29.11.95, n. 507; G.U. 30.11.95, n. 280)

14 dicembre – Provvedimenti fiscali: *Attuazione della delega conferita dall'art. 2, c. 18, della L. 8.8.95, n. 335, in materia di trattamento fiscale e contributivo della parte del reddito eccedente l'importo del massimale contributivo stabilito dal medesimo art. 2.*

In attuazione della delega prevista in occasione dell'introduzione del massimale annuo di 132 milioni sulla base contributiva e pensionabile, è stato reso più

favorevole il trattamento fiscale dei contributi in favore delle forme pensionistiche complementari. Interessati dal provvedimento sono coloro che abbiano una base contributiva superiore al massimale e che siano privi di anzianità contributiva al 1° gennaio 1996 oppure esercitino l'opzione per la liquidazione dell'intero trattamento pensionistico in base al nuovo regime.

In particolare, i contributi eccedenti il limite del 2 per cento della retribuzione utile alla determinazione della quota destinata al TFR (e per una somma comunque non superiore ai 2,5 milioni) versati ai fondi pensione dai lavoratori e dai datori di lavoro sono deducibili in misura complessiva non superiore al 10 per cento del reddito eccedente il massimale di 132 milioni e comunque non superiore a 16.800.000 lire (tale cifra è rivalutabile con gli stessi criteri applicati al massimale).

Sulla contribuzione soggetta alla suddetta deduzione fiscale si applica un contributo di solidarietà.

(D.lgs 14.12.95, n. 579; G.U. 24.1.96, n. 19)

23 dicembre – Provvedimenti fiscali: *Modificazioni alla disciplina dei centri di assistenza fiscale, nonché disposizioni in materia tributaria, di fondi previdenziali e di gestioni fuori bilancio.*

Con il provvedimento, che reitera decreti precedenti a partire dal DL 28.6.95, n. 249, viene prorogato al 15 dicembre 1995 il termine per la presentazione dell'istanza e per il versamento relativo alla sanatoria per le irregolarità formali disposta dalla L. 85 del 1995. In caso di pagamento rateale (con applicazione degli interessi in ragione del 10 per cento annuo), le scadenze delle quattro rate previste divengono: 31 gennaio, 30 giugno, 30 settembre e 31 dicembre 1996.

In materia di ICI viene stabilito che i versamenti dell'imposta vanno eseguiti in base alle aliquote vigenti al 1° gennaio di ciascun anno.

(DL 23.12.95, n. 542; G.U. 28.12.95, n. 301)

23 dicembre – Provvedimenti fiscali: *Differimento di termini previsti da disposizioni legislative in materia di interventi in campo economico e sociale.*

Sono reiterate le norme del DL 28.10.95, n. 446, che aveva riproposto quelle contenute in precedenti

decreti a partire dal DL 29.4.94, n. 257. Il decreto prevedeva la proroga al 31 luglio 1994 del termine per regolarizzare la propria posizione contributiva. I pagamenti dovevano essere effettuati in tre rate bimestrali, la prima delle quali è scaduta il 31 luglio 1994. Le rate successive alla prima dovevano essere maggiorate degli interessi dell'8 per cento annuo per il periodo di differimento, nonché di un diritto di mora del 4 per cento.

(DL 23.12.95, n. 547; G.U. 28.12.95, n. 301)

28 dicembre – Provvedimenti fiscali: Misure di razionalizzazione della finanza pubblica.

Assetto istituzionale e pubblico impiego – La legge autorizza il Governo a emanare entro maggio decreti legislativi volti a modificare l'assetto organizzativo dell'Amministrazione della difesa. Le modifiche dovranno, tra l'altro, ridurre il numero dei comandi e delle altre strutture periferiche.

È prorogata dal 31 dicembre 1997 al 31 dicembre 1998 la validità delle norme introdotte dalla L. 23.12.94, n. 724, che limitano il *turnover* nelle Amministrazioni pubbliche; queste norme non si applicano agli enti locali (per i quali restano valide le norme contenute negli artt. 1 e 2 del DL 9.12.94, n. 676, più volte reiterato da ultimo con il DL 31.1.96, n. 38); alle Forze di polizia, ai Vigili del fuoco, alla Polizia penitenziaria e al Corpo delle guardie forestali, al personale della scuola (per il quale continuano ad applicarsi le disposizioni già contenute nell'art. 4 della L. 23.12.93, n. 537). Dalla proroga sono escluse inoltre alcune categorie di dipendenti tra cui: i dipendenti del comparto della sanità e quelli del Ministero di Grazia e giustizia. Solo per il 1996 il Ministero delle Finanze può procedere all'assunzione di personale limitatamente ai concorsi ultimati o in fase di ultimazione, nonché per quelli autorizzati al 30 settembre 1995. Per il 1996 ai comuni che hanno dichiarato lo stato di dissesto entro il 31 dicembre 1993 e hanno avuto l'approvazione dell'ipotesi di bilancio di riequilibrio entro il 31 dicembre 1995 non si applicano le norme della L. 537 del 1993 (secondo questo provvedimento le dotazioni organiche potevano essere rideterminate in misura pari ai posti coperti al 31 agosto 1993, nonché ai posti per i quali, alla stessa data, risultassero banditi o in corso di espletamento concorsi).

A tutte le Amministrazioni pubbliche (sono esclusi il Ministero delle Finanze, le regioni e le province autonome), fino al 30 giugno 1997, è fatto divieto di individuare rispetto a quelli già esistenti alla data del 1° agosto 1995, ulteriori uffici di livello dirigenziale.

Per il triennio 1996-98 è fatto divieto a tutte le Amministrazioni pubbliche di adottare provvedimenti per l'estensione di decisioni giurisdizionali aventi forza di giudicato. Tale divieto non si applica solo nei casi in cui i pubblici dipendenti siano ricorrenti o resistenti in grado di appello e qualora il Consiglio di Stato abbia già deciso, su questioni identiche, in favore dei ricorrenti.

Investimenti pubblici – Al fine di razionalizzare la spesa per investimenti pubblici, con particolare riferimento agli interventi con cofinanziamento comunitario, è istituito presso la Cassa depositi e prestiti il Fondo rotativo per la progettualità. Inoltre, con modifica di norme della legge-quadro in materia di lavori pubblici (L. 11.2.94, n. 109, più volte modificata) è stabilito che per l'esecuzione dei lavori pubblici, l'amministrazione aggiudicatrice, su proposta del responsabile unico del procedimento, convochi una conferenza di servizi al fine di acquisire intese, pareri, concessioni, autorizzazioni e licenze.

Trattamenti pensionistici – Coerentemente con quanto già stabilito con la L. 8.8.95, n. 335, entro il mese di giugno il Governo è delegato a emanare un decreto legislativo volto al riordino del trattamento pensionistico del personale addetto ai pubblici servizi di trasporto. Il provvedimento dovrà prevedere: a) la soppressione dal 1° gennaio 1996 del Fondo di previdenza del personale addetto ai pubblici servizi di trasporto e iscrizione di tutti i lavoratori in servizio al 31 dicembre 1995 o assunti successivamente all'assicurazione generale obbligatoria (sono esclusi da tale provvedimento i dipendenti dei comuni, province o regioni esercenti direttamente il servizio di trasporto pubblico); b) la determinazione dell'aliquota contributiva; c) l'utilizzo del criterio del *pro rata* per la determinazione della quota di pensione corrispondente alle anzianità assicurative acquisite anteriormente alla data di soppressione del Fondo.

A partire dal 1° gennaio 1996, l'aumento contributivo disposto dall'art. 25 della L. 21.12.78, n. 845,

(0,30 per cento) è versato dall'INPS al Fondo di rotazione per l'attuazione delle politiche comunitarie.

Il Ministro del Lavoro e della previdenza sociale, in sede di definizione dei patti territoriali (L. 8.8.95, n. 341), ovvero degli accordi fra soggetti pubblici e privati stipulati al fine di favorire lo sviluppo locale delle aree depresse, può incrementare l'entità dei benefici nella misura del 30 per cento e raddoppiare la loro durata. Sono inoltre integrati, prevedendo maggiori interventi, gli articoli della sopraddezza L. 341 che riguardano la creazione e il completamento dei lavori necessari alla realizzazione di infrastrutture.

Sanità – A decorrere dal 1996 le quote di spettanza sul prezzo di vendita al pubblico delle specialità medicinali essenziali e di rilevante interesse terapeutico sono fissate nel 7 e nel 26 per cento, rispettivamente, per i grossisti e per i farmacisti. Nel procedere alla corresponsione di quanto dovuto alle farmacie, il SSN trattiene a titolo di sconto una quota pari al 3 per cento dell'importo al lordo dei ticket. Per le farmacie rurali tale quota è ridotta della metà. Nelle regioni e nelle province autonome, le somme derivanti dall'imposizione facoltativa delle quote di partecipazione alla spesa per le prestazioni di pronto soccorso ospedaliero e di *day hospital* diagnostico non concorrono al finanziamento della quota capitaria (rapporata ai livelli uniformi di assistenza) di cui al Piano sanitario nazionale. Le misure del concorso delle regioni Sicilia e Sardegna al finanziamento del SSN sono elevate rispettivamente al 35 e al 25 per cento.

Nella ristrutturazione della rete ospedaliera le regioni devono adottare lo standard di dotazione media di 5,5 posti letto per 1.000 abitanti (un posto va riservato ai lungodegenti). Gli ospedali che al 30 giugno 1994 non raggiungevano la dotazione minima di 120 posti letto devono essere riconvertiti, secondo quanto stabilito dalla L. 724 del 1994. Le convenzioni stipulate fra il SSN e la medicina specialistica, ambulatoriale e di diagnostica strumentale non possono essere prorogate oltre il 30 giugno 1996. Fermo restando che le USL devono assicurare i livelli uniformi di assistenza di cui al Piano di assistenza stabilito dal D.lgs. 30.12.92, n. 502, i limiti di spesa comunque stabiliti per ogni tipo di prestazione non costituiscono vincolo per le regioni che certifichino al Ministero del Tesoro

e al Ministero della Sanità il previsto mantenimento, a fine esercizio, delle proprie occorrenze finanziarie nei limiti dello stanziamento determinato in ragione della quota capitaria. Nel 1996 l'incremento della spesa farmaceutica a carico del SSN non potrà essere superiore all'8 per cento della somma preventivata per tale scopo dalla L. 724 del 1994 (9.000 miliardi).

A decorrere dal 1° gennaio 1996, sono inoltre esentati dalla partecipazione alla spesa sanitaria: *a*) i malati di neoplasie e coloro che sono in attesa di trapianto; *b*) i titolari di pensione sociale e i familiari a loro carico; *c*) i disoccupati e i familiari a loro carico; *d*) i titolari di pensione al minimo di età superiore a sessant'anni e i loro familiari a carico, purché appartenenti a un nucleo familiare con reddito, riferito all'anno precedente, inferiore a 16 milioni, incrementato a 22 in presenza del coniuge e di un ulteriore milione di lire per ogni figlio a carico.

Normativa in materia di lavoro – La legge ha previsto, per le imprese che occupano più di 15 dipendenti, l'obbligo di corrispondere all'INPS un contributo pari al 5 per cento della retribuzione relativa alle ore di lavoro straordinario. Per le imprese industriali la misura del contributo per le ore eccedenti le 44 è elevata al 10 per cento; le stesse imprese, per le ore eccedenti le 48 (indipendentemente dal numero dei lavoratori occupati), devono un contributo del 15 per cento. Nel caso il lavoratore recuperi con riposi le ore straordinarie, il contributo non è dovuto. Il sopraddetto gettito contributivo, oltre certi limiti, sarà versato al Fondo per l'occupazione per finanziare misure di riduzione o di flessibilità dell'orario di lavoro.

È prorogato al 31 dicembre 1997 il trattamento straordinario di integrazione salariale e di mobilità in favore delle imprese commerciali e delle agenzie di viaggio e turismo con più di 50 addetti, nei limiti di una spesa di 40 miliardi annui.

Dal 1° gennaio 1996 le imprese devono comunicare ai sindaci dei comuni i nominativi dei lavoratori residenti in ambito comunale ai quali sia stato riconosciuto il trattamento straordinario di integrazione salariale e che non siano impegnati in attività formative o di orientamento. I sindaci possono occupare tali lavoratori in lavori socialmente utili; i lavoratori che si rifiutano di svolgerli perdono per il periodo di durata del lavoro il trattamento di integrazione salariale.

Entro il mese di marzo il Governo deve emanare un decreto legislativo volto a consentire, per un periodo transitorio di tre anni, l'erogazione di un indennizzo, pari al trattamento pensionistico minimo, a favore dei commercianti al minuto e dei coadiutori che cessano l'attività lavorativa e hanno un'età compresa fra i 62 e i 65 anni; per le donne i limiti età sono ridotti di 5 anni. Nel redigere il decreto il Governo dovrà attenersi ai seguenti criteri: *a)* incompatibilità dell'indennizzo con qualsiasi attività di lavoro; *b)* subordinazione dell'indennizzo alla cessazione dell'attività con relativa restituzione delle autorizzazioni necessarie all'esercizio dell'attività; *c)* costituzione di un apposito fondo per l'erogazione degli indennizzi; *d)* previsione, per il periodo 1996-2000, di un'aliquota contributiva aggiuntiva dello 0,09 per cento, a carico dei commercianti, con devoluzione dello 0,02 per cento alla gestione pensionistica di categoria; *e)* previsione di criteri per il riutilizzo da parte della gestione pensionistica di categoria delle somme non utilizzate.

Disposizioni tributarie – Il provvedimento contiene norme che riguardano sia l'imposizione diretta sia quella indiretta. In particolare, si introduce la possibilità di cedere a terzi i crediti d'imposta (Irpef, Irpeg e Ilor) richiesti a rimborso in sede di dichiarazione di redditi. Ai gruppi di società è consentita, inoltre, la compensazione dei debiti e crediti d'imposta vantati da ciascuna società del gruppo.

In materia di reddito d'impresa vengono prorogati al 30 aprile 1996 i benefici fiscali (parziale detassazione degli investimenti effettuati in eccedenza rispetto alla media degli ultimi 5 anni) della "legge Tremonti" (L. 489 del 1994), limitatamente agli ordinativi effettuati entro il 30 settembre 1995 e saldati, per almeno il 20 per cento, entro il 15 gennaio 1996. Tale beneficio è esteso a tutto il 1996 per le imprese localizzate nelle aree depresse del Paese e per quelle con volume di affari non superiore a 5 miliardi e numero di addetti non superiore a 20. Le altre modifiche applicabili a decorrere dal periodo d'imposta 1995 riguardano: *a)* esclusione della possibilità di coprire le perdite di esercizio con i contributi in conto capitale accantonati a riserva; *b)* inclusione di tutti i contributi in conto esercizio fra i ricavi soggetti a tassazione; *c)* limitazioni alla possibilità di deduzione degli interessi passivi e altri proventi delle obbligazioni emesse da

società per azioni non quotate in borsa qualora il tasso di rendimento effettivo superi il tasso ufficiale di sconto; *d)* aumento da tre a cinque annualità della deducibilità per quote delle spese di pubblicità e rappresentanza. A decorrere dal periodo d'imposta 1996, vengono introdotti nuovi criteri di ammortamento dei beni concessi in locazione finanziaria per le società di *leasing*.

A decorrere dal periodo d'imposta 1995, viene rivisto il trattamento fiscale delle svalutazioni dei crediti in favore degli enti creditizi e finanziari. In particolare, oltre agli accantonamenti consentiti dalla normativa previgente (0,5 per cento dei crediti vantati all'inizio dell'esercizio), viene concessa la facoltà di dedurre le ulteriori svalutazioni in sette quote annuali costanti. Per quelle pregresse all'entrata in vigore della legge e non dedotte, è concessa la facoltà di optare per una deduzione in nove quote annuali costanti ovvero per l'immediata deducibilità (solo relativamente alle cosiddette perdite certe). Le svalutazioni di cui sopra vanno considerate al netto delle eventuali rivalutazioni effettuate, attenuando in tal modo la tassazione delle riprese di valore derivanti da rivalutazione. Vengono soppresse le agevolazioni Ilor originariamente previste in favore delle imprese bancarie e finanziarie in caso di destinazione di quote di reddito a riserva legale o statutaria.

Altre norme consentono ai datori di lavoro di sanare entro il 31 maggio 1996 (senza applicazione di sanzioni e interessi) gli omessi versamenti delle ritenute alla fonte sui compensi in natura e sui rimborsi spese dei propri dipendenti.

A decorrere dal periodo d'imposta 1995 sono abrogate le disposizioni riguardanti l'accertamento induttivo in base a coefficienti presuntivi di compensi, ricavi e volume di affari. Per tale periodo d'imposta, in luogo dei coefficienti, vengono utilizzati i parametri pubblicati il 31 gennaio 1996, elaborati sulla base di nuovi indici di costi e di ricavi desunti dalle dichiarazioni IVA e dei redditi di campioni omogenei di contribuenti. Detti parametri sono applicabili nei confronti dei titolari di reddito di lavoro autonomo e d'impresa non superiore a 10 miliardi, in regime di contabilità semplificata e in regime di contabilità ordinaria dichiarata inattendibile in seguito a un verbale di ispezione (entro il mese di marzo 1996 dovrà essere emanato un provvedimento che stabilisca i criteri in

base ai quali la contabilità ordinaria è considerata inattendibile). L'eventuale integrazione dei ricavi potrà essere effettuata con la dichiarazione annuale dell'IVA e dei redditi, senza applicazione di interessi o sanzioni, ovvero con ricorso alle procedure del concordato a regime.

L'imposta sul patrimonio netto delle imprese viene prorogata fino all'esercizio in corso alla data del 30 settembre 1997; la misura dell'acconto è aumentata dal 35 al 55 per cento. Per il computo dell'imposta dovuta dai soggetti costituiti prima del 15 settembre 1995, non debbono essere considerati gli incrementi del patrimonio netto avvenuti nel corso del 1996 in conseguenza di: *a)* sottoscrizione di capitale sociale attraverso conferimenti in denaro; *b)* passività emesse dalle banche; *c)* incrementi delle riserve indivisibili per le società cooperative e loro consorzi; *d)* incrementi del patrimonio netto per gli enti non commerciali.

In materia di tassazione delle attività finanziarie, il provvedimento: *a)* delega il Governo a emanare uno o più decreti legislativi diretti a razionalizzare il regime della ritenuta alla fonte degli interessi, premi e altri frutti delle obbligazioni e titoli similari, pubblici e privati, prevedendo tra l'altro la soppressione della ritenuta a titolo di acconto e l'adozione di un regime di non applicazione dell'imposta nei confronti dei residenti in Stati firmatari di convenzioni contro la doppia imposizione; *b)* stabilisce l'applicazione della ritenuta del 12,5 per cento a titolo di acconto sui proventi derivanti da contratti di assicurazione sulla vita e di capitalizzazione stipulati nell'esercizio di attività commerciali, a decorrere dal 1996.

In materia di IVA, vengono apportate modifiche alle aliquote di alcuni prodotti editoriali e rivista la disciplina fiscale che regola il settore dei quotidiani, periodici e testi scolastici; viene esclusa l'applicazione dell'imposta sulle compravendite di materiale da recupero lavorato e ridotta dal 19 al 4 per cento quella sulle prestazioni rese dalle officine per l'adattamento di veicoli di proprietà di titolari di patenti speciali.

In materia di imposte di registro, ipotecarie e catastali, il provvedimento dispone: *a)* il riordino, in senso agevolativo, della tassazione sulle transazioni immobiliari per l'acquisto della "prima casa"; *b)* l'abbreviazione delle procedure di incasso dell'imposta

complementare di registro dovuta in seguito ad accertamento di ufficio e di quelle relative ai pagamenti dovuti in pendenza di giudizio; *c)* l'aumento dell'aliquota proporzionale dell'imposta ipotecaria dall'1,60 al 2 per cento e di quella catastale dallo 0,4 all'1 per cento, dovute sul valore dei trasferimenti immobiliari.

In materia di tasse sulle concessioni governative, il provvedimento ha disposto, con effetto dal 1996, l'eliminazione di numerose voci della relativa tariffa, mantenendo in vigore solo quelle relative ai passaporti, ai porti d'arma, alle case da gioco, alla proprietà industriale e intellettuale, alle patenti di guida di automobili o imbarcazioni, alle radiodiffusioni, ai servizi telefonici, ai libri e ai registri contabili, alla partita IVA, alla registrazione delle persone giuridiche e all'iscrizione nel registro delle imprese (queste ultime due saranno abolite a decorrere dal 1998). Contestualmente viene stabilito: *a)* l'elevazione della tariffa per il porto d'arma da lire 120 mila a lire 170 mila, quella per la patente da lire 50 mila a lire 70 mila; *b)* l'applicazione della tassa per la bollatura annuale dei registri obbligatori nei confronti delle società di capitali nella misura forfettaria di lire 600 mila (ovvero un milione, quando il capitale sociale supera il miliardo di lire), da versare entro il 31 marzo di ciascun anno mediante delega bancaria.

In materia di tasse automobilistiche, vengono soppresse: *a)* la soprattassa per gli autoveicoli con motori diesel immatricolati dal febbraio 1992; *b)* la tassa speciale per gli autoveicoli che, a partire dal maggio 1993, abbiano installato un impianto di alimentazione con GPL o metano; *c)* la tassa speciale erariale dovuta per gli *autocaravan*. Contestualmente vengono aumentate le tasse automobilistiche nella misura del 7 per cento per il 1996, dell'11 per cento per il 1997 e del 13 per cento per il 1998.

In materia di accise, viene disposto l'aumento di lire 19.400 lire per ettolitro anidro dell'aliquota dell'imposta di fabbricazione sull'alcol etilico.

Viene introdotta una sanatoria per le liti pendenti alla data del 15 settembre 1995 in ogni ordine del giudizio in materia doganale e di imposte sulla produzione e sui consumi. Tali liti possono essere definite in via agevolata mediante il pagamento, entro il 31 marzo 1996, dell'intero importo del tributo accertato e del

15 per cento della sanzione irrogata, senza il pagamento di indennità di mora e interessi.

Infine, viene disposto il potenziamento della rete di raccolta del gioco del lotto e delle lotterie istantanee secondo criteri di distribuzione territoriale basati su parametri demografici e di mercato.

(L. 28.12.95, n. 549; Supp. Ord. G.U. 29.12.95, n. 153)

28 dicembre – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 1996).*

Per l'anno 1996, il limite massimo del saldo netto da finanziare viene determinato in termini di competenza in miliardi 147.900 (al netto di 12.400 miliardi per regolazioni debitorie). Il livello massimo del ricorso al mercato finanziario viene stabilito in 368.200 miliardi.

È previsto che il maggior gettito derivante da provvedimenti legislativi in ciascun anno del triennio 1996-98 venga interamente destinato alla riduzione del saldo netto da finanziare. Rimane salva la possibilità di disporre parzialmente di tali entrate per far fronte a specifiche situazioni di crisi connesse con calamità naturali, sicurezza del paese ed emergenze economico-finanziarie.

A decorrere dal 1996, viene stabilito che l'importo dell'assegno familiare aumenti in misura decrescente al crescere del reddito familiare e crescente all'aumentare del numero dei componenti della famiglia. Per i nuclei monoparentali è prevista una miglioramento dei sopraddetti importi del 25 per cento.

In materia di Irpef, viene eliminata l'ulteriore detrazione in favore delle famiglie con più di due figli di cui alla L. 85 del 1995; il recupero del drenaggio fiscale per il 1996 è riconosciuto esclusivamente nei confronti dei lavoratori autonomi e delle imprese minori (con reddito non superiore a 8,5 milioni di lire annui), nonché delle famiglie cosiddette monoreddito. A queste viene accordato un incremento dell'importo della detrazione per il coniuge a carico in misura decrescente al crescere del reddito (240 mila lire per redditi imponibili fino a 30 milioni, 144 mila lire per redditi compresi fra 30 e 60 milioni, 72 mila lire per redditi oltre i 60 e fino a 100 milioni).

Il limite complessivo dei versamenti dello Stato all'INPS, a titolo di pagamenti di bilancio e di anticipazioni di tesoreria è fissato per il 1996 in 74.500 miliardi.

(L. 28.12.95, n. 550; Supp. Ord. G.U. 29.12.95, n. 302)

29 dicembre – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni urgenti in materia di assistenza farmaceutica e di sanità.*

Sono reiterate, con alcune modifiche, le norme del DL 30.10.95, n. 448, che aveva riproposto quelle contenute in precedenti decreti a partire dal DL 30.6.94, n. 419.

Oltre a norme riguardanti ormai solo il 1994, si stabilisce che a decorrere dal 1° gennaio 1995 le prestazioni di assistenza ospedaliera erogate nell'ambito del SSN, siano remunerate sulla base di tariffe predeterminate dalle regioni e dalle province autonome secondo i criteri generali definiti dal Ministro della Sanità in attuazione dell'art. 8, 6° c., del D.lgs. 30.12.92, n. 502.

La disposizione della L. 724 del 1994 che prevede che la spesa per l'acquisto di beni e servizi non possa superare, a livello regionale, l'importo registrato nel 1993 ridotto del 18 per cento per l'anno 1995, del 16 per cento per l'anno 1996 e del 14 per cento per l'anno 1997 non si applica nei confronti delle regioni che certifichino ai Ministeri del Tesoro e della Sanità il previsto mantenimento, alla fine del 1995, delle proprie occorrenze finanziarie nel limite dello stanziamento determinato in ragione della quota capitaria.

(DL 29.12.95, n. 553; G.U. 29.12.95, n. 302)

30 dicembre – Provvedimenti fiscali: *Misure di completamento della manovra di finanza pubblica.*

Questo provvedimento è volto al contenimento del limite massimo del saldo netto da finanziare e del ricorso al mercato per gli anni 1996, 1997 e 1988 stabiliti dalla legge finanziaria per il 1996.

Disposizioni in materia di spesa – Sono previste riduzioni di stanziamenti nella misura: a) del 5 per cento per le spese aventi natura non obbligatoria, co-

me l'acquisto di beni e servizi da parte di alcune amministrazioni statali; *b*) dell'1 per cento per i trasferimenti riguardanti le spese per l'assistenza gratuita diretta, i trasferimenti alle provincie e ai comuni, agli enti di previdenza e per le pensioni di guerra; *c*) del 2 per cento per i trasferimenti per danni bellici e pubbliche calamità.

Disposizioni in materia di entrate – La disciplina relativa al "concordato di massa" viene estesa al periodo d'imposta 1994 per i contribuenti nei confronti dei quali si applicano, al fine degli accertamenti, i parametri disposti dalla L. 28.12.95, n. 549 (cfr., più avanti, il DPR 29.1.96). Gli elementi innovativi riguardano: *a*) l'adeguamento del reddito, dei ricavi e del volume di affari, che deve essere effettuato con riferimento ai sopracitati parametri; *b*) la proposta, che viene predisposta dagli stessi contribuenti entro il 30 giugno 1996; *c*) il versamento delle maggiori imposte e delle sanzioni, che va effettuato entro il 30 novembre 1996 (salvo opposizione motivata da parte degli uffici finanziari).

Il provvedimento introduce, inoltre, per i contribuenti che abbiano dichiarato per il 1994 e il 1995 ricavi non superiori a 10 miliardi e non inferiori a quelli che derivano dall'applicazione dei citati parametri, la possibilità di rettificare il valore di alcune voci del bilancio di fine esercizio 1995 attraverso il pagamento di un'imposta sostitutiva di Irpef o Irpeg e Ilor pari al 10 per cento delle rettifiche effettuate. Il versamento, da effettuare entro il 15 dicembre 1996, può essere ripartito per la parte eccedente i 5 milioni (10 per i soggetti diversi dalle persone fisiche) in due rate al 31 marzo e al 30 settembre 1997, con l'onere degli interessi legali.

In materia di imposta di bollo, a decorrere dal 1996, è aumentato da lire 15.000 a lire 20.000 l'importo dovuto sugli atti soggetti a imposta fissa, mentre passa dalle 2.000 alle 2.500 lire quello dovuto su estratti conto e su fatture, ricevute e quietanze di importo superiore a lire 150.000.

In materia di accise, vengono disposti aumenti di aliquota sui seguenti prodotti: *a*) alcol etilico (aumento di lire 83.600 lire per ettolitro anidro); *b*) petrolio lampante o cherosene per riscaldamento (da 426 a

625,6 lire al litro); *c*) prodotti alcolici intermedi (da lire 87.300 a lire 96.000 per ettolitro).

(DL 30.12.95, n. 565; G.U. 30.12.95, n. 303)

30 dicembre – Provvedimenti fiscali: Riparto degli oneri derivanti dagli incrementi delle aliquote contributive di cui all'art. 17, comma 5, della L. 23.12.94, n. 724.

Con effetto dal 1° gennaio 1996, il criterio di riparto fra datore di lavoro e lavoratore degli oneri derivanti dagli aumenti contributivi di cui alla L. 724 del 1994, art. 17, comma 5, viene applicato anche alle forme esclusive dell'assicurazione generale obbligatoria. Con questa norma gli aumenti sono di fatto estesi anche ai dipendenti pubblici che, analogamente a quelli privati, dovranno versare tale contributo.

(DL 30.12.95, n. 574; G.U. 2.1.96, n. 1)

2 gennaio – Provvedimenti fiscali: Partecipazione italiana alla missione di pace in Bosnia.

Allo scopo di finanziare la partecipazione italiana alla missione di pace in Bosnia, viene incrementata l'aliquota dell'accisa sulla benzina senza piombo di lire 18,80 al litro.

(DL 2.1.96, n. 1; G.U. 2.1.96, n. 1)

8 gennaio – Provvedimenti fiscali: Disciplina operativa concernente partecipazioni e proventi del Tesoro, nonché norme sugli organismi e sulle procedure attinenti ai mercati, alla Tesoreria.

Sono reiterate, con alcune modifiche, le norme del DL 8.11.95, n. 462 (che a sua volta aveva riproposto quelle contenute in decreti precedenti a partire dal DL 7.11.94, n. 617), che regolamentano il funzionamento del Fondo di ammortamento dei titoli di Stato.

(DL 8.1.96, n. 6; G.U. 9.1.96, n. 6)

15 gennaio – Provvedimenti fiscali: Aumento delle aliquote contributive a carico dei datori di lavoro e dei lavoratori dipendenti delle gestioni interessate in attuazione dell'art. 17 della L. 23.12.94, n. 724.

A decorrere dal 1° ottobre 1995 le aliquote contributive di finanziamento delle gestioni pensionistiche

sono aumentate in ragione: *a)* dello 0,60 per cento per il Fondo pensioni lavoratori dipendenti; *b)* dello 0,30 per cento per il Fondo pensione per i dipendenti dell'ENEL e delle aziende elettriche private; *c)* dello 0,30 per cento per il Fondo di previdenza del personale addetto ai pubblici servizi di trasporto; *d)* dell'1,90 per cento per il Fondo di previdenza del personale addetto alle gestioni delle imposte di consumo; *e)* dello 0,40 per cento per il Fondo pensione dei lavoratori dello spettacolo; *f)* dello 0,10 per cento per il Fondo pensione sportivi professionisti; *g)* dello 0,60 per cento per il Fondo pensioni del personale delle Ferrovie S.p.a.

Gli aumenti sono ripartiti fra lavoratori e datori di lavoro rispettivamente nella misura di un terzo e di due terzi.

L'aumento dell'aliquota nella misura dello 0,60 per cento è esteso a partire dal 1° ottobre 1995 anche ai dipendenti pubblici.

(DM 15.1.96; G.U. 19.1.96, n. 15)

16 gennaio – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni fiscali urgenti in materia di controlli e anagrafe patrimoniale dei dipendenti, al fine di contrastare l'evasione e la corruzione.*

Il provvedimento ripropone parte delle norme contenute nel DL 18.11.95, n. 486 (che a sua volta aveva riproposto quelle contenute in decreti precedenti, a partire dal DL 18.7.94, n. 452) in materia di istituzione e funzionamento del Servizio di tutela dell'Amministrazione finanziaria (STAF).

(DL 16.1.96, n. 17; G.U. 18.1.96, n. 14)

24 gennaio – Imprese pubbliche: *Trasformazione in ente di diritto pubblico economico dell'Azienda autonoma di assistenza al volo per il traffico aereo generale.*

Con il provvedimento (che ripropone le norme del DL 25.11.95, n. 497), l'Azienda autonoma di assistenza al volo per il traffico aereo generale (AAAVTAG) è trasformata in Ente nazionale di assistenza al volo (ENAV). L'ente, che diventerà società per azioni nel 1999, svolge le attività e i servizi attribuiti all'AAAVTAG e quelli determinati nello statuto

e nel contratto di programma. Il contratto di programma è stipulato dal presidente dell'ente con il Ministro dei Trasporti e della navigazione, di concerto con i Ministri del Tesoro e della Difesa. Tale contratto regola le prestazioni, definisce gli investimenti, gli obiettivi e gli standard di sicurezza e di qualità dei servizi, prevede verifiche e sanzioni nei casi di inadempienza.

(DL 24.1.96, n. 29; G.U. 25.1.96, n. 20)

24 gennaio – Provvedimenti fiscali: *Misure urgenti per il rilancio economico e occupazionale dei lavori pubblici e dell'edilizia privata.*

Il provvedimento ripropone, con modifiche marginali, il DL 25.11.95, n. 498 (che a sua volta aveva reiterato decreti precedenti a partire dal DL 26.7.94, n. 468) in materia di sanatoria edilizia, urbanistica e di incentivazione dell'attività edilizia.

(DL 24.1.96, n. 30; G.U. 25.1.96, n. 20)

29 gennaio – Provvedimenti fiscali: *Elaborazione dei parametri per la determinazione di ricavi, compensi e volume di affari sulla base delle caratteristiche e delle condizioni di esercizio sull'attività svolta.*

Sono approvati i parametri che si applicano agli accertamenti relativi al periodo d'imposta 1995 nei confronti dei titolari di reddito di lavoro autonomo e d'impresa non superiore a 10 miliardi. Detti parametri sono elaborati sulla base di nuovi indici di costi e di ricavi desunti dalle dichiarazioni IVA e dei redditi di campioni omogenei di contribuenti.

(DPR 29.1.96; Supp. Ord. G.U. 31.1.96, n. 25)

31 gennaio – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni urgenti in favore degli enti locali in materia di personale e per il funzionamento delle segreterie comunali e provinciali, nonché delle giunte e dei consigli comunali e provinciali.*

Sono reiterate le norme del DL 4.12.95, n. 514, il quale aveva riproposto quelle contenute in precedenti decreti a partire dal DL 25.6.94, n. 376.

Per gli enti locali che hanno dichiarato il dissesto entro il 31 dicembre 1993 e che hanno ottenuto entro il 31 dicembre 1994 l'approvazione da parte del Mini-

stro dell'Interno dell'ipotesi di bilancio riequilibrato, continuano ad applicarsi le norme dell'art. 25 del DL 66 del 1989 convertito nella L. 144 del 1989 (le norme prevedevano modifiche delle piante organiche per permettere la riduzione delle spese, il blocco delle assunzioni, la riduzione a non oltre il 50 per cento della spesa media per il personale a tempo determinato sostenuta nell'ultimo triennio) e dell'art. 21 del DL 8 del 1993 convertito nella L. 68 del 1993 (le norme prevedevano la compilazione di una graduatoria del personale che risultava eccedente; tale graduatoria doveva essere trasmessa alla Commissione centrale per gli organici degli enti locali che provvedeva ad assegnare tale personale ad altre amministrazioni).

Le procedure di mobilità del personale eccedente vengono espletate prioritariamente nell'ambito della regione di appartenenza.

Si prevede che, in deroga alle disposizioni contenute nei commi 5 e 8 dell'art. 3 della L. 537 del 1993, gli enti locali con popolazione non superiore a 15.000 abitanti, che non versino in stato di dissesto, non siano tenuti alla rilevazione dei carichi di lavoro. Per quelli con popolazione superiore a 15.000 abitanti, tale rilevazione è condizione indispensabile per la rideterminazione delle dotazioni organiche. Fino alla rideterminazione della pianta organica, questi enti, nel limite delle disponibilità di bilancio possono: assumere personale in relazione ai posti per i quali, alla data del 31 agosto 1993, erano stati banditi o autorizzati concorsi; coprire nella misura del 50 per cento i posti resisi vacanti successivamente al 31 agosto 1993; assumere personale a tempo determinato. Agli enti locali con bilancio in pareggio e mezzi finanziari adeguati è data la possibilità di effettuare nuove assunzioni nell'ambito dei posti vacanti. Agli stessi enti non si applicano le disposizioni della L. 537 del 1993, che istituiscono e regolamentano l'istituto della mobilità dei pubblici dipendenti.

(DL 31.1.96, n. 38; G.U. 3.2.96, n. 28)

1 febbraio – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni in materia di lavori socialmente utili, di interventi a sostegno del reddito e in materia previdenziale.*

Sono riproposte in parte le norme contenute nel DL 4.12.95, n. 515, che a sua volta aveva reiterato

norme contenute in precedenti decreti a partire dal DL 8.8.94, n. 494. Ai lavoratori dell'Insar, della GEPI, a quelli iscritti nelle liste di mobilità nel Meridione o nelle aree in declino industriale e a quelli che hanno beneficiato del trattamento speciale di disoccupazione nel Sud, che hanno perso il diritto alle predette indennità dal 31 dicembre 1994, nonché ai lavoratori appartenenti ad imprese nelle quali si erano raggiunti accordi per la riduzione di personale e che hanno perso il trattamento di integrazione salariale nel periodo 1° dicembre 1994-31 maggio 1995, compete, per un anno, un sussidio pari al 64 per cento dell'importo di integrazione salariale purché tali lavoratori siano utilizzati in lavori socialmente utili. In attesa di rendere operativi i lavori socialmente utili (per i quali si sono stabilite contestualmente procedure meno complesse), è stato disposto che sino al 31 maggio 1995, ai lavoratori sopra indicati fosse corrisposto un sussidio di importo decrescente nel tempo e pari: a) al 70 per cento dell'ultimo trattamento previdenziale sino al 31 marzo 1995; b) al 45 per cento del massimale di cassa integrazione per i mesi di aprile e maggio (tale percentuale si ricava riducendo del 30 per cento la percentuale del 64 per cento).

A decorrere dal 1° gennaio 1996 il personale ferroviario è assicurato all'INAIL e l'Ente ferrovie S.p.a. è tenuto al versamento dei relativi premi. Dalla stessa data il personale navigante dell'Ente ferrovie è assicurato contro gli infortuni e le malattie professionali all'Istituto di previdenza per il settore marittimo (IPSEMA).

Il decreto ha prorogato dal 31 dicembre 1994 al 31 dicembre 1995 l'efficacia della norma introdotta dalla L. 56 del 1994, secondo la quale l'impresa ammessa a usufruire del trattamento di integrazione salariale di cui all'art. 4 della L. 223 del 1991 (ossia l'impresa che, non potendo reimpiegare tutti i lavoratori sospesi in seguito a ristrutturazione, può porre i dipendenti eccedenti in mobilità) poteva richiedere al Ministro del Lavoro e della previdenza sociale di prorogare, per un massimo di 12 mesi, l'integrazione salariale di quei lavoratori che risultassero eccedenti.

A decorrere dal 1995 la percentuale di commisuazione del trattamento ordinario di disoccupazione è stata fissata nel 30 per cento della retribuzione.

È prorogata dal 31 dicembre 1994 al 31 dicembre 1996 la possibilità, per i lavoratori licenziati da im-

prese anche cooperative e artigiane che occupano sino a 15 dipendenti, di iscriversi nelle liste di mobilità. Il motivo del licenziamento deve essere connesso con la riduzione, la trasformazione o la cessazione dell'attività produttiva.

È prorogata sino al 31 dicembre 1996 la norma della L. 30.12.91, n. 412, che prevede che in ogni regione il 50 per cento dei posti resisi vacanti presso le amministrazioni dello Stato, gli enti pubblici non economici e gli enti locali sia riservato ai lavoratori che usufruivano del trattamento di integrazione salariale straordinario o del trattamento di mobilità da più di dodici mesi ed iscritti ad apposite liste.

Le norme della L. 236 del 1993, che riguardano agevolazioni contributive per i datori di lavoro che stipulino contratti di solidarietà e l'aumento del trattamento di integrazione salariale pari al 75 per cento del trattamento perso a seguito della riduzione d'orario (l'agevolazione biennale era valida per i contratti stipulati tra il 1° gennaio 1993 e il 31 dicembre 1995) non sono più applicate ai contratti di solidarietà stipulati dopo il 14 giugno 1995 (la misura dell'integrazione spettante è pari al 60 per cento del trattamento perso). Ai datori di lavoro che stipulano contratti di solidarietà sono concesse agevolazioni contributive.

(DL 1.2.96, n. 39; G.U. 3.2.96, n. 28)

1 febbraio – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni urgenti in materia di collocamento e di lavoro agricolo, nonché misure di promozione dell'occupazione.*

Sono riproposte alcune delle norme contenute nel DL 4.12.95, n. 515, che a sua volta aveva reiterato norme contenute in precedenti decreti a partire dal DL 14.6.95, n. 232. Nell'ambito di applicazione della disciplina del collocamento ordinario, agricolo e dello spettacolo, i datori di lavoro privati e gli enti pubblici economici possono procedere direttamente a tutte le assunzioni. Nel caso in cui nella circoscrizione sussista un rapporto tra iscritti alle liste di collocamento e popolazione residente in età da lavoro inferiore alla media nazionale, l'azienda deve riservare solo il 6 per cento dei posti disponibili ai lavoratori iscritti alle liste di collocamento e alle liste di mobilità; negli altri

territori la sopraddeata percentuale resta del 12 per cento.

Al fine di agevolare le scelte professionali mediante conoscenza diretta del mondo del lavoro sono promosse iniziative di tirocinio pratico e di esperienze a favore dei soggetti che hanno assolto gli obblighi scolastici. Il rapporto che si instaura tra i datori di lavoro (pubblici e privati) e i giovani disoccupati non costituisce rapporto di lavoro. Il tirocinio può durare da tre a sei mesi.

(DL 1.2.96, n. 40; G.U. 3.2.96, n. 28)

10 febbraio – Provvedimenti fiscali: *Conversione in legge, con modificazioni, del DL 13.12.95, n. 526, recante disposizioni urgenti in materia di estinzione di crediti d'imposta e di riversamento dell'acconto dell'imposta sul valore aggiunto.*

Per i rimborsi dei crediti d'imposta per i periodi fino al 1989, oltre alle emissioni di titoli di Stato già previste dalla L. 457 del 1994 (10.000 miliardi) è autorizzata l'emissione di titoli per ulteriori 8.700 miliardi (con decorrenza 1.1.96) per far fronte alle richieste presentate dai contribuenti.

Viene inoltre disposta l'emissione di altri titoli (con decorrenza 1.1.97), per un importo non superiore a 6.000 miliardi, per consentire l'estinzione dei crediti d'imposta relativi ai periodi fino al 1992, da assegnare su istanza dei contribuenti da presentare entro il 30.6.96, senza limiti d'importo individuale.

(L. 10.2.96, n. 53; G.U. 12.2.96, n. 35)

10 febbraio – Provvedimenti fiscali: *Conversione in legge, senza modificazioni, del DL 30.12.95, n. 566, recante disposizioni in materia di reddito d'impresa per gli esercenti impianti di distribuzione di carburante.*

Nei confronti degli esercenti di impianti di distribuzione carburante per uso di autotrazione, viene concesso un abbattimento del reddito d'impresa (in una percentuale compresa tra lo 0,4 e l'1,1 per cento, a seconda del reddito), a titolo di deduzione forfettaria degli oneri connessi con la ristrutturazione della rete distributiva.

(L. 10.2.96, n. 58; G.U. 15.2.96, n. 38)

ELENCO DELLE «NOTE» E DEI «DOCUMENTI»
APPARSI NEI PRECEDENTI NUMERI DEL BOLLETTINO ECONOMICO

TITOLO	NUMERO
NOTE:	
Revisione degli aggregati monetari	17 – ottobre 1991
Il sistema pensionistico: ragioni per una riforma	» » »
Il progetto di riforma bancaria negli Stati Uniti e lo stato del suo <i>iter</i> parlamentare	» » »
Recente evoluzione della regolamentazione dei mercati creditizi e finanziari nei paesi della CEE	» » »
Sistema dei pagamenti: la procedura «circuito veloce» per i bonifici bancari	» » »
Recenti accordi commerciali della CEE con l'EFTA e con alcuni paesi dell'Europa centro-orientale	18 – febbraio 1992
Revisione dell'indicatore del prezzo dell' <i>output</i> in Italia e delle serie dei tassi di cambio reali della lira	» » »
Recenti interventi legislativi in favore delle piccole imprese: una valutazione dell'impatto macroeconomico e dell'efficacia allocativa	» » »
L'attività dei cambiavalute non bancari	» » »
Gli indicatori di tasso di cambio effettivo reale elaborati dalla Banca d'Italia	19 – ottobre 1992
L'accordo di libero scambio tra Stati Uniti, Canada e Messico: contenuti ed effetti	» » »
Il ruolo del capitale delle aziende di credito nella legge bancaria del 1991 degli Stati Uniti (FDICIA) e nella sua normativa d'attuazione	» » »
La nuova disciplina sui bilanci bancari	» » »
Le società di investimento a capitale variabile	» » »
Le transazioni nel mercato dei cambi	20 – febbraio 1993
Il recepimento della seconda direttiva comunitaria di coordinamento bancario	» » »
La bilancia dei pagamenti dell'Italia nel periodo giugno-settembre 1992	» » »
Il ciclo industriale, per settori	21 – ottobre 1993
Confronti internazionali fra sistemi fiscali	» » »
Progetto assegni: obiettivi conseguiti e sviluppi futuri	» » »
Il testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia	» » »
L'accordo dell'Uruguay Round	22 – febbraio 1994
Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria	» » »
La gestione dei rischi connessi agli strumenti derivati da parte delle banche	23 – ottobre 1994
L'ingresso nella UE di Austria, Finlandia e Svezia	24 – febbraio 1995
Struttura e tecniche operative degli <i>hedge funds</i>	» » »
L'accordo sulla liberalizzazione degli scambi dei servizi finanziari nell'ambito dell'Organizzazione mondiale per il commercio (OMC)	25 – ottobre 1995
La riforma del sistema pensionistico	» » »

TITOLO	NUMERO
DOCUMENTI:	
Conclusioni della Presidenza del Consiglio Europeo	16 – febbraio 1991
Rapporto introduttivo e progetto di Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea, a cura del Comitato dei Governatori	» » »
Rapporto del Comitato sugli schemi di compensazione interbancari delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci	» » »
Direttiva della Banca d'Italia in materia di sistema dei pagamenti	» » »
Ristrutturazione dell'«Area Vigilanza Creditizia e Finanziaria» della Banca d'Italia ...	» » »
Questioni poste dalla transizione nell'Europa centrale e orientale	17 – ottobre 1991
La Banca centrale europea nella «seconda fase»	» » »
Disciplina del funzionamento della compensazione dei recapiti	» » »
Disciplina della liquidazione dei valori mobiliari	» » »
Trattato sull'Unione Europea (estratti)	18 – febbraio 1992
Rapporto sulla consegna contro pagamento (<i>Delivery versus Payment</i>) nei sistemi di regolamento delle transazioni in titoli	19 – ottobre 1992
Comunicati relativi alle recenti vicende dello SME	» » »
Questioni di interesse comune per le banche centrali della Comunità europea nell'ambito dei sistemi di pagamento	» » »
Decisione del Consiglio delle Comunità europee del 18 gennaio 1993 riguardante un prestito comunitario a favore della Repubblica italiana	20 – febbraio 1993
Rapporto sulle tendenze recenti nelle relazioni interbancarie internazionali	» » »
Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia	21 – ottobre 1993
Movimenti di capitale e mercato dei cambi: rapporto del G-10	» » »
Norme emanate dal Consiglio dei ministri dell'Unione europea	22 – febbraio 1994
Linee direttrici per la gestione dei rischi connessi con gli strumenti derivati	23 – ottobre 1994
Vigilanza prudenziale sull'attività delle banche in strumenti derivati	24 – febbraio 1995
Sviluppi nei sistemi di pagamento dell'Unione europea nel 1994	» » »
Problemi di politica monetaria sollevati dallo sviluppo dei mercati dei derivati	» » »
Un approccio basato su modelli interni per l'applicazione dei requisiti patrimoniali a fronte dei rischi di mercato	25 – ottobre 1995
Il sistema TARGET: un sistema di pagamento per la Fase III della UEM	» » »
Elementi per una riforma dei mercati mobiliari	» » »

ELENCO DELLE PUBBLICAZIONI PERIODICHE E DELLE COLLANE DI STUDIO

Assemblea generale ordinaria dei partecipanti (Relazione annuale, a. I 1894)

Abridged version of the Annual report (a. I 1923)

Bollettino statistico (trimestrale, 1946-1988; Nuova Serie, a. I 1991)

Supplementi al Bollettino statistico (periodicità diverse, 1948-1991; Nuova Serie, a. I maggio 1991)

Bollettino della Banca d'Italia – Vigilanza sulle Aziende di Credito (trimestrale, a. I 1962)

Bollettino economico (semestrale, a. I 1983)

Economic bulletin (semestrale, a. I 1985)

Bollettino bibliografico (mensile, a. I 1978)

Contributi all'analisi economica (annuale, a. I 1985)

Temi di discussione (periodicità variabile):

- n. 248 — *Innovazioni strutturali nel mercato azionario: gli effetti della contrattazione continua*, di C. IMPENNA, P. MAGGIO e F. PANETTA (gennaio 1995).
- n. 249 — *Computable General Equilibrium Models as Tools for Policy Analysis in Developing Countries: Some Basic Principles and an Empirical Application*, di T. BUEHRER e F. DI MAURO (febbraio 1995).
- n. 250 — *The 1992-93 EMS Crisis: Assessing the Macroeconomic Costs*, di L. BINI SMAGHI e O. TRISTANI (febbraio 1995).
- n. 251 — *Sign- and Volatility-Switching ARCH Models: Theory and Applications to International Stock Markets*, di F. FORNARI e A. MELE (febbraio 1995).
- n. 252 — *The Effect of Liquidity Constraints on Consumption and Labor Supply: Evidence from Italian Households*, di S. NICOLETTI-ALTIMARI e M. D. THOMSON (febbraio 1995).
- n. 253 — *Il rendimento dell'istruzione: alcuni problemi di stima*, di L. CANNARI e G. D'ALESSIO (marzo 1995).
- n. 254 — *Inflazione e conti con l'estero nell'economia italiana post-svalutazione: due luoghi comuni da sfatare*, di A. LOCARNO e S. ROSSI (marzo 1995).
- n. 255 — *Sull'arte del banchiere centrale in Italia: fatti stilizzati e congetture (1861-1947)*, di G. TONIOLO (settembre 1995).
- n. 256 — *The Credit Channel of Monetary Policy across Heterogeneous Banks: The Case of Italy*, di I. ANGELONI, L. BUTTIGLIONE, G. FERRI e E. GAJOTTI (settembre 1995).
- n. 257 — *Which TARGET for Monetary Policy in Stage Three? Issues in the Shaping of the European Payment System*, di C. GIANNINI e C. MONTICELLI (ottobre 1995).
- n. 258 — *L'analisi discriminante per la previsione delle crisi delle "micro-banche"*, di L. CANNARI e L. F. SIGNORINI (novembre 1995).
- n. 259 — *La redditività degli sportelli bancari dopo la liberalizzazione*, di F. CASTELLI, M. MARTINY e P. MARULLO REEDTZ (novembre 1995).
- n. 260 — *Quanto è grande il mercato dell'usura?*, di L. GUIO (dicembre 1995).
- n. 261 — *Debt Restructuring with Multiple Creditors and the Role of Exchange Offers*, di E. DETRAGIACHE e P. G. GARELLA (dicembre 1995).

Quaderni di ricerca giuridica (periodicità variabile):

- n. 19 *Il controllo della Banca d'Italia sulle emissioni di titoli atipici*, di F. CARBONETTI (ottobre 1988).
- n. 20 *Le polizze di credito commerciale*, di F. CAPRIGLIONE (dicembre 1988).
- n. 21 *La responsabilità penale del banchiere: evoluzione giurisprudenziale e prospettive di riforma*, di F. CAPRIGLIONE (dicembre 1989).
- n. 22 *Le sanzioni amministrative bancarie e la giurisprudenza della Corte d'Appello di Roma*, di M. CONDEMI (aprile 1991).
- n. 23 *I trasferimenti elettronici di fondi*, di M. MANCINI e M. PERASSI (maggio 1991).
- n. 24 *La crisi degli enti creditizi nella giurisprudenza: la liquidazione coatta amministrativa*, di E. GALANTI (giugno 1991).
- n. 25 *Note introduttive alla disciplina delle SIM e dell'organizzazione dei mercati finanziari*, di F. CAPRIGLIONE (giugno 1991).
- n. 26 *La ristrutturazione della banca pubblica e la disciplina del gruppo creditizio*, di AA.VV. (gennaio 1992).
- n. 27 *Le autorità creditizie e i loro poteri*, di G. SANGIORGIO (marzo 1992).
- n. 28 *Il recepimento della seconda direttiva CEE in materia bancaria, prime riflessioni*, di F. CAPRIGLIONE (marzo 1992).
- n. 29 *Il sistema dei pagamenti. Atti del convegno giuridico*, Perugia (S.A.Di.Ba.), 23-24 ottobre 1992, di AA. VV. (settembre 1993).
- n. 30 *L'amministrazione straordinaria delle banche nella giurisprudenza*, di O. CAPOLINO (ottobre 1993).
- n. 31 *Riflessioni sul gruppo creditizio*, di P. FERRO-LUZZI e P. G. MARCHETTI (dicembre 1993).
- n. 32 *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* (marzo 1994).
- n. 33 *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia – The 1993 Banking Law* (aprile 1994).
- n. 34 *Struttura ed obiettivi della legge sui fondi immobiliari chiusi*, di G. CARRIERO (novembre 1994).
- n. 35 *Profilo giuridico del sistema dei pagamenti in Italia*, di L. CERENZA (febbraio 1995).
- n. 36 *Il riassetto della disciplina bancaria: principali aspetti innovativi*, di G. CASTALDI (marzo 1995).
- n. 37 *L'evoluzione della disciplina dell'attività di emissione di valori mobiliari*, di V. PONTOLILLO (giugno 1995).
- n. 38 *Contributi allo studio del Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, di O. CAPOLINO, G. CARRIERO, P. DE VECCHIS e M. PERASSI (dicembre 1995).
- n. 39 *Cooperazione di credito e Testo unico bancario*, di F. CAPRIGLIONE (dicembre 1995).

Per qualsiasi informazione riguardante le pubblicazioni rivolgersi a:

Banca d'Italia
Servizio Studi – Divisione Biblioteca e Pubblicazioni
Via Nazionale, 91 – 00184 ROMA
Telefono (06) 47922300
Fax (06) 47922059

*Finito di stampare
presso la Divisione Stampa
della Banca d'Italia.
Roma, febbraio 1996*