

BANCA D'ITALIA

**BOLLETTINO  
ECONOMICO**

a cura del Servizio Studi

Ottobre 1983



## PRESENTAZIONE

*Nel 1945 la Banca d'Italia pubblicò il primo numero del Bollettino statistico. Nel 1971, riprendendo il titolo di una raccolta di studi che aveva dedicato a Luigi Einaudi, iniziò la serie dei «Contributi alla ricerca economica». Al filone statistico e a quello della ricerca ora si aggiunge, differenziandosi da entrambi, questo Bollettino economico, quale strumento di analisi e di dibattito della congiuntura e della politica economica.*

*La politica economica è divenuta materia di continuo confronto nell'opinione pubblica, alle cui scelte i nostri ordinamenti da ultimo l'affidano. Per lo svolgimento dei compiti istituzionali della Banca, il corretto apprezzamento della congiuntura è una esigenza essenziale. Prezioso è il contributo conoscitivo e critico che la Banca riceve dall'esterno: da studiosi, operatori economici, giornalisti, istituti di ricerca. All'interno, questo esame è affidato soprattutto al Servizio Studi, che vi esercita e vi affina una tradizione di dottrina economica, di impegno di ricerca, di senso del pubblico servizio mantenuta nel volgere delle generazioni e nel mutare delle circostanze.*

*La messe dei dati e delle informazioni che affluisce agli uffici si è arricchita attraverso gli anni. Fenomeni che venivano misurati con cadenza mensile o trimestrale, oggi sono seguiti giorno per giorno. Grandezze che si osservavano soltanto in statistiche aggregate, sono oggi scomposte fino ai dati elementari. Aspetti dell'economia internazionale difficilmente documentabili o ritenuti ininfluenti sulle vicende interne, sono ora seguiti con regolarità. Ma leggere i segni della congiuntura, cogliere le tendenze e le esigenze di fondo dell'economia e trarne indirizzi per l'azione non è perciò divenuto più facile: da quella messe di informazioni provengono infatti messaggi non sempre coerenti e la teoria economica, che dovrebbe illuminarli e ordinarli per giungere alle valutazioni di sintesi, è terreno di controversie anche maggiori che in passato.*

*La fase della conoscenza, del confronto, del dubbio, che prepara e arricchisce il momento della decisione, è divenuta più importante e più impegnativa; sembra utile renderne ancor più partecipi gli interlocutori esterni. Il lavoro stesso di interpretazione della realtà trarrà motivo di miglioramento dall'impegno di offrirne periodicamente una ordinata e concisa esposizione.*

*La libertà nel decidere è tanto più preservata quanto maggiore è l'indipendenza nel conoscere e nell'interpretare i fatti economici. E il realizzarsi di questa condizione richiede che, all'interno stesso della Banca, all'analisi economica e alle sue espressioni, quale è questo nuovo Bollettino, sia attribuito quel grado di autonomia intellettuale senza il quale nessuno studio è fecondo.*

CARLO AZEGLIO CIAMPI



## SOMMARIO

### **La congiuntura e le politiche economiche**

<i>L'economia internazionale</i> .....	7
<i>La congiuntura italiana e la bilancia dei pagamenti</i> .....	15
<i>La finanza pubblica</i> .....	24
<i>I mercati monetari e finanziari</i> .....	29
<i>Le prospettive a breve termine</i> .....	38

### **Note**

<i>I certificati di deposito degli istituti di credito speciale</i> .....	45
<i>La fluttuazione della lira nella banda allargata dello SME</i> .....	51
<i>I finanziamenti al Tesoro da parte della banca centrale in Italia e in altri paesi industriali</i> .....	56

### **Interventi**

<i>Indebitamento estero, ripresa economica e Sistema monetario internazionale, Lamberto Dini, giugno 1983</i> .....	61
<i>Intervento all'ABI, Carlo A. Ciampi, giugno 1983</i> .....	70
<i>Il trattamento delle crisi bancarie in Italia, Lamberto Dini, luglio 1983</i> .....	74
<i>La via obbligata per il risanamento dell'economia Carlo A. Ciampi, ottobre 1983</i> .....	81

### **Documenti**

<i>Rapporto sugli interventi nel mercato dei cambi (a cura del gruppo di lavoro presieduto da Philippe Jurgensen)</i> .....	89
<i>Principi per la vigilanza sugli stabilimenti esteri delle banche (Concordato di Basilea)</i> .....	109

### **Appendice**

<i>Serie statistiche</i> .....	115
<i>Principali provvedimenti di politica economica</i> .....	153



# La congiuntura e le politiche economiche

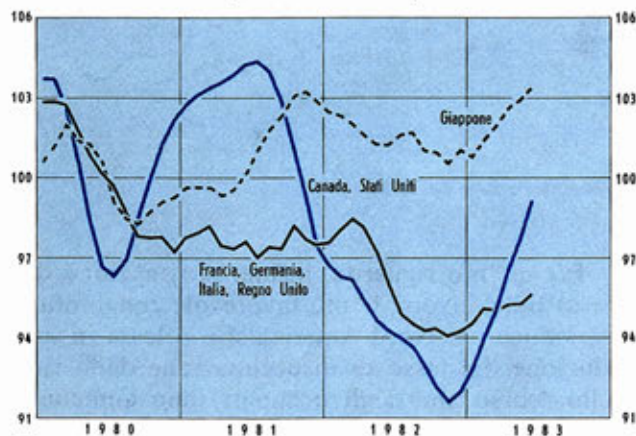
## L'economia internazionale

### La congiuntura nei paesi industriali

Dopo un prolungato periodo di ristagno che ha interessato sia i paesi industriali sia quelli in via di sviluppo, si è andata rafforzando negli ultimi mesi l'intensità dell'inversione ciclica manifestatasi dall'inizio del 1983. Nel primo semestre dell'anno la ripresa si è concentrata soprattutto nell'area nord americana, dove il ritmo di aumento dell'attività economica è stato superiore al previsto. Dato il ristagno in Europa e il lento procedere della produzione in Giappone, il quadro congiunturale dei paesi industriali è stato caratterizzato da un evidente sfasamento ciclico (Fig. 1).

Fig. 1

Produzione industriale (1)  
(indici 1980 = 100)



Fonte: Elaborazioni su dati OCSE.

(1) Medie mobili di tre termini di dati destagionalizzati.

Negli Stati Uniti il tasso d'incremento trimestrale destagionalizzato del prodotto nazionale lordo è stato dello 0,7 e del 2,4 per cento rispettivamente nel primo e nel secondo trimestre; secondo stime preliminari esso sarebbe stato pari all'1,9 per cento nel terzo trimestre. A questo risultato hanno contribuito soprattutto i consumi privati, le scorte e gli investimenti nel settore edilizio. Gli altri investimenti, invece, hanno proseguito nella fase discendente fino al primo trimestre, per segnare nel secondo un aumento dell'1,5 per cento. Per essi le prospettive appaiono migliori, data l'espansione dei profitti e l'aumento del grado di utilizzo della capacità produttiva nell'industria manifatturiera.

Negativo è stato, invece, l'effetto delle esportazioni nette di merci e servizi che si sono ridotte sia per la flessione delle vendite all'estero (4 per cento rispetto alla seconda parte del 1982), sia per la crescita degli acquisti (1,8 per cento circa). Sull'andamento degli scambi con l'estero ha influito sfavorevolmente la forte perdita di competitività accumulata dalla fine del 1980, per l' apprezzamento del cambio effettivo del dollaro.

In Europa la ripresa appare avviata solo nella Germania federale e nel Regno Unito, dove la fase di crescita è alimentata dalla domanda interna: nell'economia tedesca la crescita del prodotto interno nel primo semestre (1,5 per cento) è stata sostenuta dai consumi, saliti per la prima volta dalla metà del 1980, e dalla ripresa degli investimenti iniziata nel secondo trimestre. In entrambi i paesi la crescita della domanda interna ha provocato, nel primo semestre, un aumento

delle importazioni di merci valutabile intorno al 4 per cento per la Germania federale e a circa il 6,5 per cento per il Regno Unito.

In Giappone, invece, il miglioramento congiunturale del secondo trimestre (0,9 per cento in termini di prodotto lordo e 1,4 per la produzione industriale) riflette soprattutto la ripresa delle esportazioni, cresciute a un tasso superiore a quello della domanda mondiale. In particolare, l'aumento delle quote di mercato dei prodotti giapponesi corrisponde all'incirca alla flessione di quelle statunitensi.

Le importazioni dei paesi industriali non sono state sufficienti a determinare un rilancio degli scambi internazionali. Contenuto è stato l'assorbimento da parte di quei paesi, come gli Stati Uniti, che si trovavano in una fase ciclica più favorevole o che, in ogni caso, registravano tassi di crescita superiori alla media, come il Giappone. In questo quadro il commercio dell'area industriale è stato sostenuto solo dai paesi della CEE, in particolare dal Regno Unito e dalla Germania federale. Inoltre, i paesi dell'OPEC hanno notevolmente ridotto i propri acquisti dall'estero per contenere il crescente disavanzo delle partite correnti, e la domanda dei paesi in via di sviluppo non petroliferi, condizionata dalla gravità della situazione debitoria esterna, non dovrebbe essere aumentata rispetto al basso livello toccato nel secondo semestre del 1982.

I risultati ottenuti nel corso del 1982 nella lotta all'inflazione si sono consolidati nella prima metà di quest'anno anche in quei paesi, come gli Stati Uniti, dove la domanda è stata più sostenuta (Fig. 2). In giugno, per il complesso dei sette principali paesi il tasso di aumento dei prezzi al consumo, calcolato rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente, era inferiore di circa 9 punti percentuali al valore massimo del 13,2 per cento registrato nell'aprile del 1980 e di circa un punto rispetto al 5,3 per cento del dicembre 1982. All'interno del gruppo permangono ampie differenze: mentre si nota una forte convergenza negli andamenti di cinque paesi, i tassi di inflazione sono ancora notevolmente superiori alla media in Francia e soprattutto in Italia, che è l'unico paese ad avere ancora un'inflazione a «due cifre».

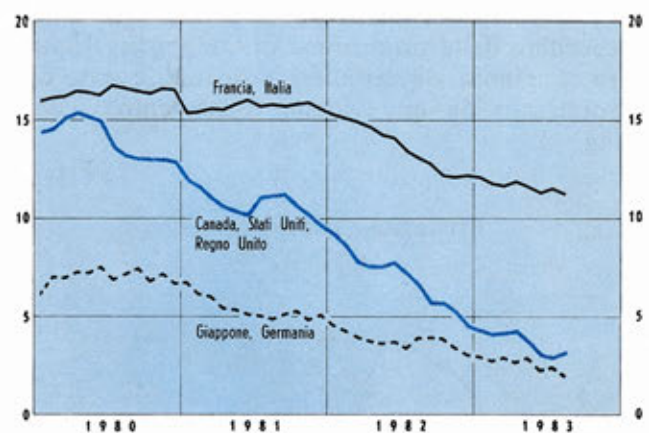
Al soddisfacente andamento dei prezzi hanno contribuito, oltre che l'orientamento ancora cauto della politica economica, il rallentamento della

dinamica del costo del lavoro che ha caratterizzato la maggior parte dei paesi industriali negli ultimi due anni, gli aumenti della produttività conseguiti in alcuni di essi (Stati Uniti, Regno Unito, Germania federale e Giappone) e la flessione delle quotazioni in dollari del petrolio. Il rallentamento dei costi salariali, in particolare, è stato agevolato dalla moderazione manifestata al momento dei rinnovi contrattuali: nella media dei paesi dell'OCSE il tasso di incremento delle retribuzioni orarie nel settore manifatturiero dovrebbe scendere nel 1983 al 6 per cento, con minimi intorno al 4 per cento negli Stati Uniti, nella Germania federale e nel Giappone e massimi intorno al 15 per cento in Italia. Impulsi all'inflazione sono invece derivati dalle materie prime diverse dal petrolio, i cui prezzi sono saliti dalla fine dell'anno passato. Si è così interrotta la tendenza decrescente, in atto dalla fine del 1979, che aveva condotto le ragioni di scambio dei paesi in via di sviluppo non petroliferi a un minimo storico.

Fig. 2

### Prezzi al consumo

(variazioni percentuali su 12 mesi)



Fonte: Elaborazioni su dati OCSE.

Per quanto riguarda, infine, la situazione del mercato del lavoro, la più favorevole congiuntura economica nel Nord America si è riflessa in una riduzione del tasso di disoccupazione dalla fine dello scorso anno; gli occupati sono aumentati nel secondo trimestre di quest'anno seguendo con un breve ritardo l'inversione del ciclo produttivo. In Giappone, dove il tasso di disoccupazione è



stato storicamente inferiore al 2,5 per cento, si dovrebbe avere nel 1983 un modesto deterioramento, con un tasso in ogni caso al disotto del 3 per cento. Nella Comunità europea continua, invece, il processo di contrazione del numero degli occupati cominciato alla fine del 1980, che ha portato il tasso di disoccupazione a oltre il 10 per cento.

### Le politiche monetarie e del cambio

Gli sviluppi monetari sul piano internazionale sono stati dominati dal *policy mix* negli Stati Uniti, in particolare dall'evoluzione della politica monetaria e dei tassi d'interesse, e dalla continua ascesa del dollaro, il cui cambio effettivo ha toccato un massimo dall'inizio degli anni settanta ed è attualmente di circa 7 punti percentuali più elevato di quello corrispondente alle parità pre-Smithsoniane.

La flessione dei tassi d'interesse americani, che era iniziata nella seconda metà del 1982, si è arrestata all'inizio dell'anno in corso. I tassi del mercato monetario (*Treasury Bills* a tre mesi), dopo essere scesi al disotto dell'8 per cento nel mese di gennaio, sono rimasti stabili su questo livello fino a maggio, quando si è manifestata una tendenza al rialzo che è continuata fino ad agosto (9,3 per cento a fine mese). Andamento analogo è stato registrato dai tassi a lungo termine, cresciuti nello stesso periodo di circa 1,5 punti percentuali.

Il rialzo dei tassi nominali può essere spiegato sia dal fatto che il fabbisogno finanziario, presente e atteso, del bilancio federale ha generato crescenti pressioni sui mercati dei capitali e aspettative di inflazione, sia dalla maggiore cautela nella condotta della politica monetaria.

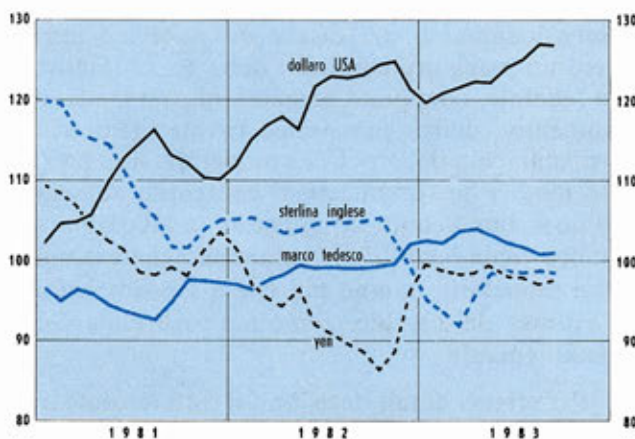
Per arrestare la rapida crescita del disavanzo federale, passato dai 27 miliardi di dollari nel 1979 ai 200 previsti per il 1983, il bilancio per il 1984, presentato dall'Amministrazione nel gennaio di quest'anno, e successivamente rielaborato, prevede misure volte a contenere il disavanzo in 179 miliardi di dollari. Il conseguimento di questo obiettivo richiede tagli in numerose categorie di spesa e aumenti dei contributi indiretti e previdenziali. Il Congresso, invece, propende per un aumento dell'imposizione fiscale e il contenimento delle spese militari. Una riconciliazione di queste diverse impostazioni non si è ancora avuta, benché l'anno fiscale 1984 sia già iniziato lo scorso 1° ottobre.

Per quanto riguarda la politica monetaria l'esperienza recente fornisce l'indicazione di un atteggiamento più flessibile nell'applicazione delle procedure, introdotte nell'ottobre del 1979, volte a mantenere gli aggregati entro sentieri prefissati di crescita. L'estrema variabilità dei tassi d'interesse, che aveva caratterizzato l'azione della politica monetaria nel 1980-81, si è ridotta e in più di una occasione la Riserva federale si è detta disposta ad assecondare aumenti non previsti della domanda di moneta.

L'andamento di M1, nel primo semestre del 1983, ha ecceduto il massimo consentito dagli obiettivi fissati. D'altra parte, un giudizio sull'orientamento della politica monetaria basato solo sulla dinamica di M1 sarebbe, anche a giudizio della Riserva federale, sempre meno adeguato, alla luce delle modifiche istituzionali intervenute, delle oscillazioni e dell'imprevedibilità dell'evoluzione della velocità di circolazione della moneta. Analoghe difficoltà si incontrano nell'interpretare l'andamento di M2, la cui rapida crescita nei primi mesi dell'anno ha risentito della creazione di un nuovo strumento di deposito (*Money Market Deposit Accounts*); successivamente, l'aumento è risultato più contenuto e l'aggregato è rimasto all'interno dell'intervallo prefissato, pur tendendo a collocarsi verso il limite superiore.

Fig. 3

Tassi di cambio effettivi  
(indici 1979 = 100)



Nei primi otto mesi dell'anno il cambio effettivo del dollaro si è apprezzato di circa 8 punti percentuali (Fig. 3), nonostante il progressivo peggioramento della bilancia delle partite correnti

il cui disavanzo, di 11 miliardi nel 1982, potrebbe superare i 30 miliardi di dollari nell'anno in corso. La prolungata fase di forza del dollaro può essere spiegata, oltre che con la maggiore fiducia nelle prospettive dell'economia degli Stati Uniti, con l'afflusso di capitali attirati dai rendimenti offerti sui mercati monetari e finanziari di quel paese. Alla fine di luglio, su richiesta delle autorità americane sono stati effettuati per alcuni giorni interventi sui mercati dei cambi concordati con le principali banche centrali. Questi interventi, che non si proponevano di stabilizzare il valore del dollaro su un determinato livello, sono stati ritenuti opportuni data la condizione del mercato caratterizzato dalla carenza di controparti e quindi dall'ampiezza degli scarti tra prezzo di domanda e prezzo di offerta. Ripristinate condizioni di funzionamento più ordinate sui mercati, gli interventi coordinati sono cessati. Benché di portata limitata, l'episodio è significativo perché è stata la prima volta che l'attuale Amministrazione americana ha ritenuto opportuno ricorrere a interventi coordinati in cambi, anche in assenza di eventi straordinari di natura non economica.

Nello stesso periodo, gli altri paesi industriali, di fronte al dilemma se accettare gli impulsi inflazionistici, derivanti dall'apprezzamento del dollaro, o quelli deflazionistici, suscitati da un aumento dei tassi d'interesse, hanno in genere scelto di accettare il deprezzamento del cambio.

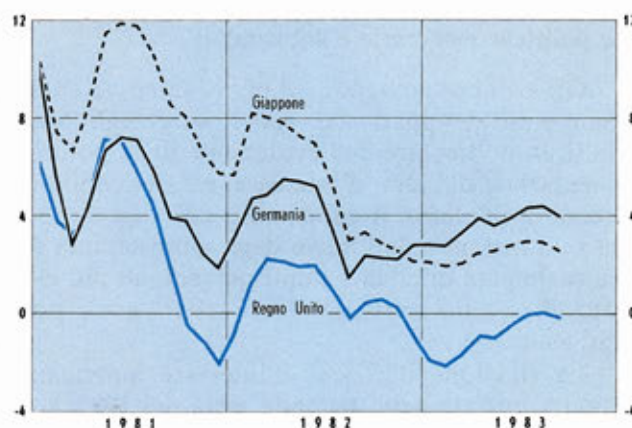
Fermo restando l'impegno a pervenire a un ridimensionamento del disavanzo pubblico attraverso un maggiore controllo della spesa (Germania federale, Giappone, Regno Unito) o mediante l'aumento della pressione fiscale (Francia), l'orientamento della politica monetaria non ha subito modifiche sostanziali. Il contenuto aumento dei tassi, intervenuto in settembre in alcuni paesi, sembra riconducibile al mutamento delle condizioni monetarie interne più che a considerazioni di politica del cambio, come nel caso della Germania federale.

Per effetto di tali decisioni, il differenziale dei tassi d'interesse a breve in favore della moneta americana, che era diminuito fino a 1,2 e a 2 punti percentuali nel gennaio nei confronti dello yen e del marco tedesco, è risalito toccando rispettivamente valori di circa 3 e 3,5 punti nel mese di agosto (Fig. 4). Dall'inizio dell'anno il differenziale

in favore di altre valute si è ridotto per il franco francese e per la lira italiana e si è annullato per la sterlina inglese.

Fig. 4

#### Differenziali dei tassi d'interesse a breve (1) (tassi USA meno tassi degli altri paesi)



Fonte: Bollettini nazionali.

(1) I differenziali sono calcolati sui seguenti tassi: USA: *Federal Funds*; Germania federale: *Call money*; Regno Unito: *Treasury Bills*; Giappone: *Call money*.

L'indebolimento rispetto al dollaro ha interessato nei primi otto mesi del 1983 tutte le principali valute: il marco tedesco e lo yen hanno perduto rispettivamente il 12 e 5 per cento del loro valore nei confronti della moneta americana; la sterlina, superate nel corso del secondo trimestre le difficoltà incontrate nei primi mesi dell'anno, è tornata a deprezzarsi in luglio e in agosto.

Alla forza del dollaro, in particolare verso il marco tedesco, si è accompagnata un'ordinata evoluzione dei cambi nello SME, il cui funzionamento è stato caratterizzato, dall'epoca del riallineamento di marzo, da una relativa stabilità (Fig. 5). Come in precedenti occasioni, le monete che si erano svalutate hanno mostrato una tendenza a collocarsi sulla banda superiore di oscillazione, mentre quelle che si erano rivalutate sono rimaste vicine al margine inferiore. Ha fatto eccezione il franco belga che, dopo essersi collocato al centro della banda, a partire dal mese di aprile è sceso in prossimità del margine inferiore. Nonostante che diverse monete abbiano utilizzato i margini di oscillazione in misura uguale o leggermente inferiore a quella massima possibile, gli interventi in monete comunitarie sono risultati con-

siderevolmente inferiori a quelli compiuti nei periodi precedenti. Le banche centrali aderenti allo SME hanno anche effettuato interventi in dollari per importi elevati.

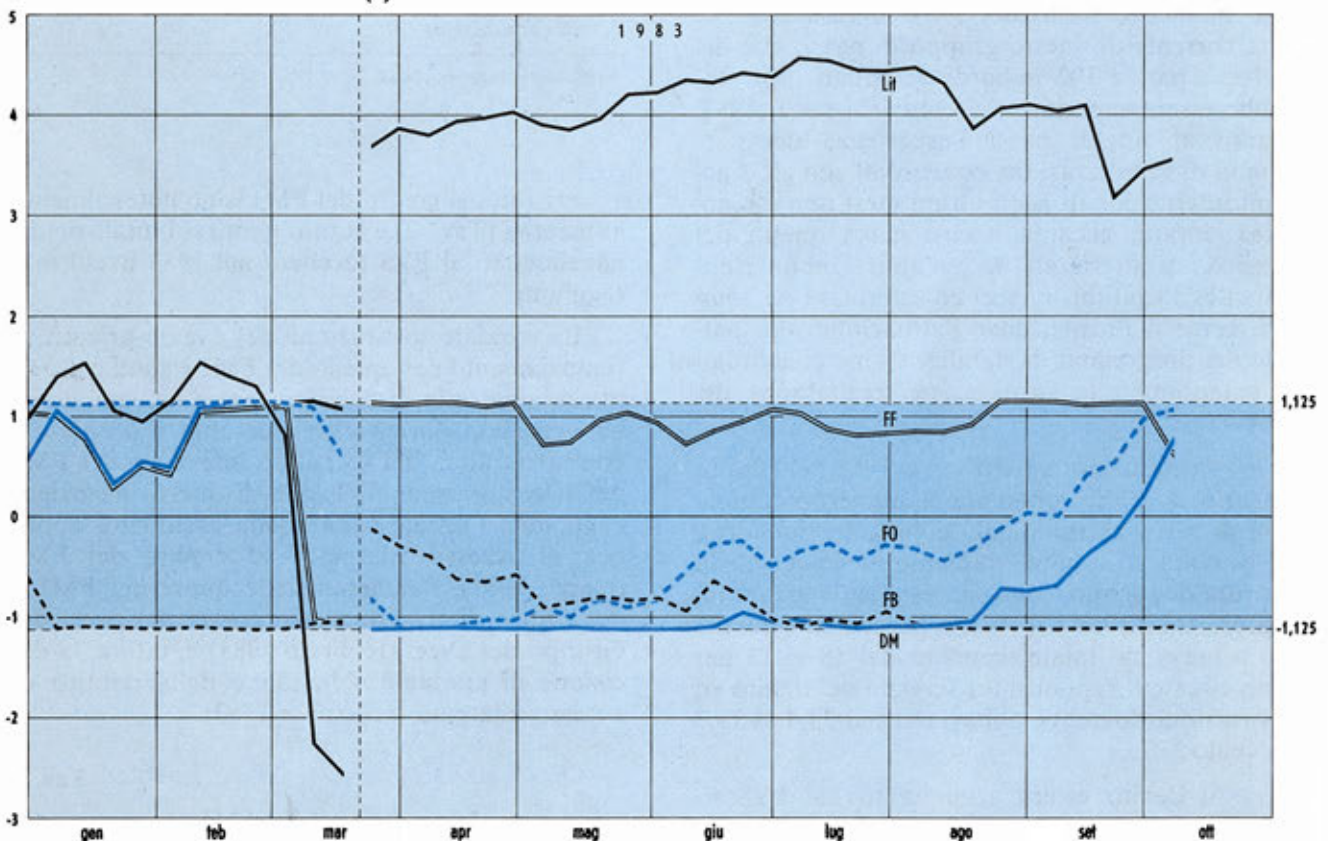
Dalla fine di agosto, il dollaro ha incominciato a deprezzarsi sui mercati dei cambi. Tale evoluzione si è associata all'interno dello SME al manifestarsi di alcune tensioni. Il marco tedesco e il fiorino olandese, che già nella seconda parte di

agosto avevano incominciato a salire verso il centro della banda, l'hanno attraversata e, anche per effetto dell'aumento dei tassi d'interesse intervenuto agli inizi di settembre, si sono avvicinati al margine superiore. Nelle prime settimane di ottobre la tendenza al deprezzamento del dollaro si è arrestata, peraltro in condizioni di maggiore variabilità delle quotazioni.

Fig. 5

**Scarti delle quotazioni di mercato rispetto alle parità dello SME**

(\*) (scarti percentuali)



Legenda: Lit = lira italiana, DM = marco tedesco, FO = fiorino olandese, FF = franco francese, FB = franco belga.  
 (\*) Riallineamento delle parità del 21 marzo.

**La situazione debitoria dei paesi in via di sviluppo**

A più di un anno dal manifestarsi della fase acuta della crisi finanziaria dei paesi in via di sviluppo, è possibile fare un primo bilancio degli effetti della strategia scelta in sede internazionale

per gestire l'emergenza. La cooperazione tra le autorità monetarie dei paesi del Gruppo dei Dieci, le istituzioni monetarie internazionali, le banche commerciali e i paesi debitori ha permesso di contenere le gravi tensioni manifestatesi nell'estate del 1982. In particolare, va ricordata la provvista di liquidità da parte della BRI con fun-

zione di «ponte» verso più ampi finanziamenti del FMI, condizionati all'assunzione di severe politiche di aggiustamento da parte dei paesi debitori. Operazioni di questo tipo hanno avuto l'essenziale funzione di impedire drammatiche contrazioni del flusso di credito bancario e di mantenere la stabilità del sistema finanziario internazionale.

Gli aspetti principali del quadro che si va delineando alla fine dell'ottobre del 1983 possono essere così riassunti:

a) è in atto un aggiustamento degli squilibri delle bilance correnti dei PVS: il disavanzo di parte corrente di questo gruppo di paesi, che nel 1981 era pari a 107 miliardi di dollari, non dovrebbe essere superiore a 66 miliardi per il 1983. Quanto ai singoli paesi l'esperienza dei programmi di stabilizzazione concordati con gli organismi internazionali negli ultimi mesi non è omogenea: infatti, accanto a casi come quello del Messico, caratterizzati da un'apprezzabile riduzione degli squilibri interni ed esterni, ve ne sono altri, come il Brasile, dove l'attuazione solo parziale dei programmi di stabilizzazione concordati ha determinato la sospensione temporanea dei prestiti;

b) la riduzione a partire dal 1982 del credito bancario ai PVS, congiunta a numerose operazioni di rinegoziazione del debito (cfr. riquadro), si è tradotta in un miglioramento «tecnico» della struttura del debito, come si desume da alcuni indicatori: tra il 1982 e il 1983 la percentuale del debito a breve sul totale scenderà dal 18 al 13 per cento circa e il rapporto tra servizio del debito ed esportazioni dovrebbe abbassarsi dal 23,4 al 19,3 per cento;

c) il debito estero accumulato dai PVS rimane assai elevato (660 miliardi di dollari previsti per la fine del 1983), mentre appare limitata — agli attuali livelli dei tassi d'interesse e di crescita della domanda mondiale — la capacità dei medesimi di generare attraverso le esportazioni risorse sufficienti a coprire l'onere del servizio;

d) la contrazione dei prestiti bancari internazionali ai PVS è continuata anche nei primi nove mesi del 1983 (Tav. 1) e il credito è stato soprattutto erogato nell'ambito di operazioni di rifinanziamento condotte dalle banche sotto l'egida del Fondo monetario internazionale;

Tav. 1

**Finanziamenti accordati dal sistema bancario ai paesi in via di sviluppo**  
(flussi in miliardi di dollari)

V O C I	1981	1982	1983		
			1° trim.	2° trim.	3° trim. (1)
Finanziamenti .....	40	32	12	4	6
di cui:					
in base a operazioni di «salvataggio» .....			10	3	2

Fonte: Banca d'Inghilterra, OCSE  
(1) Stime.

e) i nuovi crediti del FMI sono notevolmente aumentati (Tav. 2) e la loro quota sul totale dei finanziamenti ai PVS toccherà nel 1983 livelli mai raggiunti.

La parziale sostituzione del canale privato di finanziamento con quello del FMI è stata consentita da una serie di decisioni prese nell'ambito di un negoziato durato oltre due anni e conclusosi con la riunione del Comitato interinale del FMI del settembre scorso. Tappe di questo negoziato sono state l'instaurazione della cosiddetta «politica di accesso allargato» al credito del FMI (marzo 1981), l'aumento delle quote del FMI e delle linee di credito a esso aperte dai paesi del Gruppo dei Dieci (febbraio 1983) e, infine, la decisione di graduale abbandono della politica di accesso allargato (settembre 1983).

Tav. 2

**Finanziamenti del FMI (1)**  
(flussi in miliardi di DSP)

V O C I	1981	1982	1983	1984 (2)
Impegni di prestito .....	6,4	9,0	11,5	8,5
Esborsi netti .....	2,0	6,0	9,8	13,7

Fonte: FMI.

(1) Crediti ai PVS, inclusi alcuni paesi socialisti e paesi produttori di petrolio minori. I dati si riferiscono all'esercizio finanziario terminante al 30 aprile. — (2) Stime.

### La rinegoziazione dei debiti esteri nei paesi in via di sviluppo

Nel primo semestre del 1983 quindici paesi hanno rinegoziato debiti in scadenza per circa 40 miliardi di dollari a fronte di richieste di rinegoziazione per un ammontare totale prossimo a 100 miliardi avanzate a partire dall'autunno dello scorso anno.

La rinegoziazione del debito può assumere la forma di: a) un rifinanziamento del debito in scadenza mediante la concessione di un nuovo credito a medio termine; b) una ristrutturazione delle scadenze originarie, che può prevedere anche la rateizzazione dei pagamenti dovuti in un solo anno su un arco di tempo di durata poliennale. La ristrutturazione può interessare la sola quota capitale o includere anche la parte relativa agli interessi dovuti in un dato periodo (normalmente un anno).

Il processo di rinegoziazione può riguardare sia il debito pubblico (prestiti forniti o garantiti dalle auto-

rità ufficiali) sia quello privato (nei confronti cioè delle banche commerciali). La rinegoziazione del primo viene gestita solitamente da un «club dei creditori». Il più conosciuto è il «Club di Parigi», che dal 1956 ha effettuato 60 rinegoziazioni multilaterali con più di venti paesi. Talvolta la rinegoziazione del debito ufficiale avviene attraverso «consorzi di assistenza» (aid consortia).

La rinegoziazione del debito privato è effettuata invece secondo appositi accordi che coinvolgono un ampio numero di banche commerciali. Dal 1978 vi sono state circa 35 rinegoziazioni del debito privato; nella maggioranza dei casi le banche hanno richiesto che il paese debitore concordasse un programma di aggiustamento con il FMI prima dell'inizio del negoziato o comunque prima della fine del periodo di consolidamento del debito.

#### Rinegoziazioni multilaterali del debito estero 1976 — 1983 (1)

(milioni di dollari)

P A E S I	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983 (2)
Argentina	B 970							B
Bolivia					B 29	B 408		B
Brasile								B
Cile								B
Costarica								P,B
Cuba								B
Ecuador								B
Gabon			P 105					
Giamaica				B 126		B 103		
Guyana				B 29			B 14	
India	A 169	A 110						
Jugoslavia								B
Liberia					P 30	P 25	B 27	
Madagascar						P 142	P 103	B
Malawi							P,B 98	
Messico								B
Nicaragua					B 582	B 190	B 55	
Pakistan						A 263		
Perù	B 387		P,B 1.427		B 365			
Polonia						A 2.200	B 4.600	B
Repubblica centro africana						P 55		
Romania							P,B 1.778	P
Senegal						P 77	P,B 161	B
Sierra Leone		P 27			P 39			
Sudan				P 373		B 553	P 174	P
Togo				P 170	B 68	P 92		P,B
Turchia			A 1.300	A,B 3.520	A 3.000		B 3.100	
Uganda						P 27	P 10	
Zaire	P 270	P 210		P 1.040	B 402	P 500		
Zambia								P
Ammontare totale rinegoziato	1.796	347	2.832	5.258	4.515	4.635	10.120	40.000(3)

Fonti: Banca mondiale e FMI.

(1) Le cifre indicano gli ammontari effettivamente rinegoziati nell'ambito del Club di Parigi (P), dei Consorzi di assistenza (A) e degli accordi con le banche commerciali (B). Nel caso in cui la rinegoziazione sia stata effettuata in più di una sede, viene indicato l'ammontare complessivo rinegoziato. (2) Situazione a fine giugno. Non è disponibile l'ammontare delle rinegoziazioni in corso. (3) Stima.

Queste decisioni hanno risposto, da un lato, alla necessità di espandere il ruolo del FMI nel finanziamento degli squilibri emersi con il secondo *shock* petrolifero, dall'altro alla esigenza di mantenere la natura «monetaria» dell'istituzione (che fornisce quindi sostegno di liquidità di periodo breve-medio) e il suo carattere «cooperativo» (che si manifesta nell'origine ufficiale delle sue fonti di finanziamento e nelle condizioni «agevolate» praticate sui prestiti).

In applicazione della politica di accesso allargato, il FMI ha notevolmente accresciuto, soprattutto nel 1982, i propri impegni di prestito dando un contributo fondamentale alla stabilità del sistema e al processo di aggiustamento, ma a prezzo di un peggioramento della propria situazione finanziaria. L'entrata in vigore delle nuove quote (presumibilmente nei primi mesi del 1984) dovrebbe contribuire a sanare lo squilibrio, assumendo che il Congresso degli Stati Uniti, superata l'attuale fase di stallo, ratifichi l'aumento della quota americana entro la data prevista del 30 novembre prossimo. Nel frattempo, per evitare che si renda necessario un ridimensionamento dei prestiti, il Comitato interinale ha autorizzato il Direttore generale del FMI a ricercare nuovi finanziamenti ufficiali fermo restando il consenso

sull'inopportunità che il Fondo ricorra ai mercati privati. Questi finanziamenti dovrebbero ammontare a 6 miliardi di DSP ed essere forniti per una metà dai paesi industriali (direttamente o per il tramite della BRI) e per l'altra dall'Arabia Saudita.

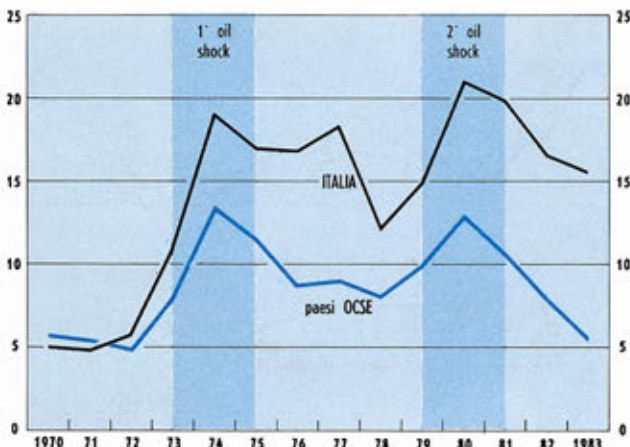
Una volta entrato in vigore l'aumento delle quote (47,5 per cento in media), verrà modificata la politica di accesso allargato che, fin dal suo nascere, era destinata a operare solo fino all'approvazione delle nuove quote. Dato il perdurare della tensione finanziaria internazionale, il Comitato interinale ha deciso di continuare tale politica per tutto il 1984, mantenendo la regola secondo la quale l'importo massimo di accesso viene calcolato per l'arco di tre anni. Tuttavia, l'attuale limite annuale del 150 per cento della quota verrà portato a 102 o a 125 per cento a seconda della gravità degli squilibri della bilancia dei pagamenti di ciascun paese e dell'intensità dello sforzo intrapreso per correggerli, con un limite per il credito complessivamente in essere rispettivamente pari al 408 e 500 per cento della quota. Con questa decisione si proroga, di fatto, la possibilità per la grande maggioranza dei paesi membri di accedere al credito del FMI per ammontari, in termini assoluti, uguali a quelli finora prelevabili.

### La congiuntura italiana e la bilancia dei pagamenti

Il peggioramento della congiuntura italiana si sintetizza in poche, ma significative cifre: il volume del prodotto interno è risultato inferiore, nel primo semestre, del 3,0 per cento a quello di tre anni addietro e dello 0,5 a quello dei sei mesi precedenti; l'utilizzo della capacità produttiva nel settore industriale è disceso sotto i minimi del 1975, cioè a un grado mai raggiunto dal dopoguerra; il numero dei disoccupati ha superato i 2 milioni e 250 mila unità, pari a circa il 10 per cento delle forze di lavoro.

Fig. 6

**Inflazione in Italia e nei paesi OCSE (1)**  
(variazioni % annue dei prezzi al consumo)



Fonte: OCSE.  
(1) Previsioni per il 1983.

Nonostante la severità della recessione, il processo di rientro dell'inflazione appare lento e insufficiente, ove si consideri che nei principali paesi industriali la crescita dei prezzi è stata ricondotta ai livelli precedenti la crisi petrolifera del 1973. In Italia l'aumento dei prezzi al consumo si avvia a superare, nella media annua, di circa due punti percentuali l'obiettivo programmatico del 13 per cento e di 10 punti percentuali il saggio medio annuo rilevato nel triennio 1970-72 (Fig. 6). Una smorzata dinamica dei prezzi industriali non è stata sufficiente a ridurre il differenziale con i paesi concorrenti: la contrazione dei margini di profitto, avvenuta in seguito a uno sviluppo più elevato dei costi totali, ha ricreato un potenziale inflazionistico.

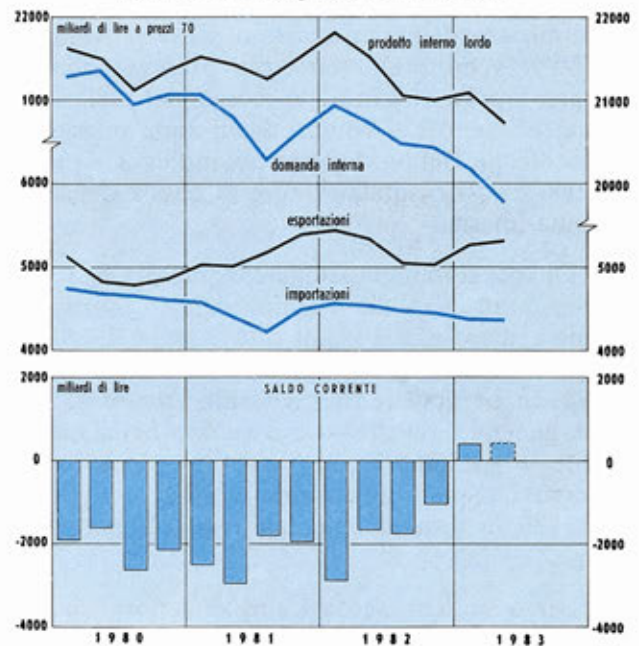
L'evoluzione dei conti con l'estero nel primo semestre si è in parte discostata dalle tendenze previste all'inizio dell'anno: è mancato il ricupero della domanda mondiale, maggiore è stata la recessione interna, più accentuato l'apprezzamento del dollaro e si è avuto anche un limitato peggioramento della competitività. Ne sono derivati una flessione delle importazioni e un modesto ricupero delle esportazioni; è pertanto continuato a migliorare il saldo reale della bilancia commerciale. Le ragioni di scambio sono rimaste invariate.

### La domanda interna e l'offerta industriale

La domanda interna ha presentato, nel primo semestre, una forte diminuzione: 2,2 per cento sul periodo precedente e 4,1 rispetto a un anno prima (Fig. 7). Il rinvio dei contratti e il prelievo tributario, che non si è accompagnato, nel periodo in

Fig. 7

**Domanda, offerta e bilancia corrente**  
(miliardi di lire: a prezzi 1970 e correnti)



Fonte: Isco e Banca d'Italia; dati destagionalizzati.

esame, alla restituzione del drenaggio fiscale e all'aumento degli assegni familiari, hanno ridotto il reddito disponibile delle famiglie in termini reali: i consumi privati hanno subito una ulteriore flessione, a cui ha contribuito il livello elevato dei tassi d'interesse sulle attività finanziarie. Elaborazioni interne, basate sulle indagini trimestrali Istat e su indicatori delle vendite provenienti da varie fonti, mostrano, per la prima metà del 1983, una riduzione dei consumi privati dell'1,7 per cento rispetto al precedente semestre. La flessione ha interessato tutte le principali categorie di spesa: da un massimo del 7,9 per cento per i beni durevoli al 2,3 e 0,2 per cento rispettivamente per gli alimentari e gli altri prodotti e servizi.

Gli investimenti fissi lordi sono diminuiti del 3,1 e 7,8 per cento rispetto a uno e due semestri prima: il loro volume è di poco superiore a quello medio del periodo 1976-78. L'attività di costruzione è in diminuzione: ne sono prova, in assenza di indicatori diretti, la riduzione delle produzioni di *input* e quella dell'occupazione dipendente. Il basso grado di utilizzo degli impianti e gli scarsi margini di autofinanziamento delle imprese hanno compresso gli investimenti in macchine, attrezzature e mezzi di trasporto; in molti casi la spesa è stata diretta alla semplice ricostituzione del capitale fisso.

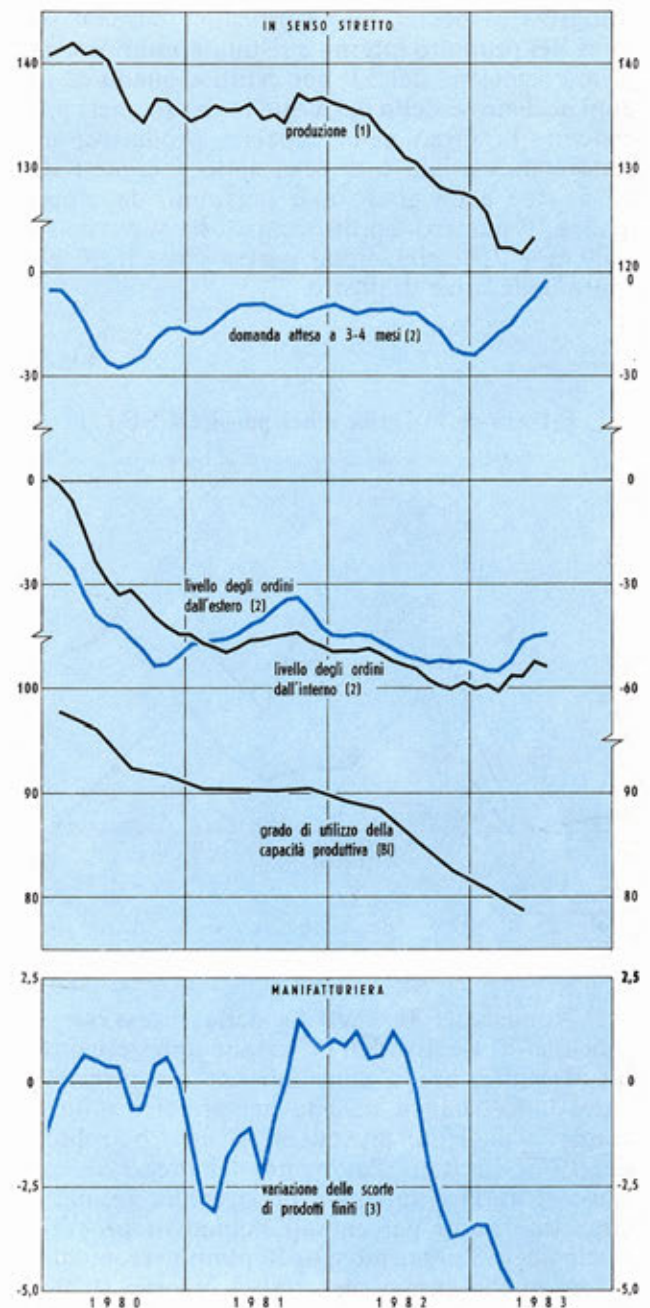
L'aggravarsi della recessione ha accentuato la diminuzione delle importazioni, scese ai livelli del 1979; le vendite all'estero, pur presentando una leggera ripresa rispetto allo scorcio del 1982, sono rimaste inferiori ai volumi di un anno prima. La diminuzione del prodotto lordo, indicata in precedenza, è così risultata minore di quella della domanda interna.

Del peggioramento della congiuntura ha risentito soprattutto l'attività industriale: la produzione è discesa, nei primi otto mesi, del 2,9 per cento rispetto ai già depressi livelli della fine del 1982. In particolare, nel secondo trimestre, l'indice generale, rettificato e depurato della stagionalità, è risultato il più basso dell'ultimo quinquennio; rispetto al massimo registrato all'inizio del 1980, la diminuzione raggiunge il 14 per cento (Fig. 8).

Per quanto riguarda i singoli settori, un raffronto tra i dati grezzi cumulati per i primi sette mesi del 1982 e 1983 mostra che solo le industrie

Fig. 8

### Produzione, domanda, scorte e capacità utilizzata nell'industria



(1) Indice generale della produzione industriale: medie mobili dei dati mensili rettificati e destagionalizzati (1970 = 100). — (2) Medie mobili dei saldi mensili destagionalizzati delle risposte degli operatori rilevate con l'indagine Isco-ME. — (3) La variazione delle scorte è data dalla differenza tra il numero indice della produzione industriale e quello del fatturato espressi in termini reali (entrambi in base 1973 = 100 e relativi al settore manifatturiero). I due indici sono medie mobili di tre termini su dati destagionalizzati.



alimentari e delle calzature hanno mantenuto i livelli di produzione; ampie flessioni caratterizzano gli altri comparti. Diminuzioni superiori al 10 per cento si hanno per le industrie metallurgiche, meccaniche, del vestiario e abbigliamento e del legno; tra l'8 e il 10 si pongono tutti gli altri rami con l'eccezione di quello dei mezzi di trasporto, il cui decremento si arresta al 4,5 per cento.

Come già nel biennio precedente, le imprese hanno reagito alla caduta della domanda e alla percezione di ridotte possibilità di crescita dell'economia contraendo le giacenze di prodotti finiti. Questa continua diminuzione, che implica una strutturale revisione verso il basso del magazzino, riflette l'elevato costo finanziario dell'immobilizzo in scorte: nel periodo recente, essa è stata facilitata dalla maggiore flessibilità nell'impiego della manodopera e dai processi di ristrutturazione che hanno esteso le procedure elettroniche alla gestione delle scorte.

Alla caduta produttiva si è contrapposto, nel primo semestre, un miglioramento del «clima di opinioni» desumibile dall'andamento positivo della domanda attesa a 3-4 mesi e, a partire dalla primavera, dal livello più elevato degli ordini, soprattutto dall'estero (Fig. 8). Tali aspettative, rafforzatesi nei mesi di luglio e di agosto, e la forte contrazione delle giacenze di prodotti finiti tenderebbero a escludere almeno un'ulteriore fase di riduzione dell'attività (cfr. il capitolo finale sulle prospettive).

### L'occupazione, il costo del lavoro e i prezzi

È proseguita la diminuzione del numero degli occupati nell'industria in senso stretto: 1,5 e 3,2 per cento rispetto a uno e due semestri prima sulla base dei dati destagionalizzati delle indagini sulle forze di lavoro. Inoltre è cresciuto il ricorso alla Cassa integrazione guadagni: il numero di ore concesse nei primi sette mesi dell'anno è salito da 310 milioni del 1982 a 406 milioni, corrispondenti a più del 9 per cento degli addetti alle dipendenze. L'entità dell'aggiustamento del fattore lavoro è stata in ogni caso inferiore alla caduta dei livelli di attività: la produttività, oraria e per dipendente (al netto della CIG), è diminuita del 2,1 e 2,2 per cento rispetto alla seconda metà del 1982.

L'occupazione complessiva è aumentata dello 0,5 per cento: il forte assorbimento nei servizi privati e pubblici ha compensato anche la flessione nell'agricoltura. È salito il numero dei giovani alla ricerca di lavoro e, in misura considerevole, quello di coloro che hanno perso un precedente impiego; il tasso di disoccupazione è cresciuto in un semestre di quasi un punto, toccando il 9,9 per cento (11,9 correggendolo per la Cassa integrazione).

L'andamento dei salari nell'industria è dipeso principalmente dalla scala mobile, resa in parte meno sensibile all'inflazione. La crescita delle retribuzioni lorde per dipendente è pertanto risultata nel semestre negativa in termini reali. I successivi rinnovi contrattuali (cfr. riquadro) determineranno tuttavia, nella media del 1983, un aumento delle retribuzioni nominali intorno al 15 per cento, assicurandone la conservazione del valore reale.

Il rallentamento salariale non si è tradotto in una dinamica corrispondente del costo del lavoro, accresciutosi per gli inasprimenti dei contributi sociali e degli accantonamenti per anzianità. Per unità di prodotto, il costo del lavoro nell'industria è salito nel primo semestre dell'8,9 per cento; nel confronto a distanza di un anno, l'aumento raggiunge il 25 per cento. Si tratta di un'evoluzione fortemente difforme da quella dei paesi concorrenti; anche un parziale recupero di produttività nella seconda parte del 1983 difficilmente potrà contenere l'espansione del costo unitario del lavoro sotto il 17,5 per cento nella media annua.

Nel settore industriale gli incrementi dei costi totali di produzione sono stati attenuati da un andamento contenuto dei prezzi di materie prime, semilavorati e servizi (1,8 per cento di aumento nel primo semestre). In particolare, i prezzi degli *inputs* di provenienza estera sono diminuiti dell'1 per cento: la forte caduta delle quotazioni del petrolio ha più che compensato, nell'aggregato, il deprezzamento della lira nei confronti del dollaro.

I profitti industriali sono diminuiti: il calo della domanda e la lenta erosione della competitività hanno indotto le imprese ad apportare variazioni limitate ai listini. Nel primo semestre il divario tra la crescita dei costi unitari totali e quella dei prezzi finali è stato di due punti percentuali con la conseguenza che difficilmente, nella re-

### I rinnovi contrattuali nell'industria in senso stretto

Il 1° settembre, con la firma dell'accordo dei metalmeccanici delle imprese private, si è conclusa la lunga stagione dei rinnovi contrattuali nell'industria; sui contenuti ha avuto una chiara influenza il protocollo dell'intesa firmato dalle parti sociali il 22 gennaio. Infatti, oltre alla nota desensibilizzazione della scala mobile, l'accordo raggiunto tra Governo, Sindacati e Confindustria prevedeva graduali riduzioni dell'orario di lavoro e limiti massimi agli incrementi salariali nella misura di 25, 35 e 40 mila lire per il triennio 1983-1985.

Per quanto riguarda la diminuzione degli orari contrattuali, l'accordo è stato rispettato nella maggioranza dei casi, con riduzioni di 20 ore annue nella seconda metà del 1984 e di altre 20 nella prima parte del 1985. Più complesso è invece il giudizio sul rispetto dei limiti fissati per gli aumenti retributivi, essendovi differenze di notevole rilievo tra i vari contratti. Considerando i maggiori settori, infatti, gli incrementi salariali appaiono inferiori ai limiti fissati per le imprese chimiche, alimentari e tessili, mentre per i dipendenti delle aziende metalmeccaniche, private e pubbliche, essi risulterebbero sensibilmente superiori. In quest'ultimo caso la concessione di somme elevate a titolo di una tantum ha in realtà più che compensato il ritardo con cui sono stati conclusi i rispettivi contratti.

Nel valutare l'entità dei vari incrementi occorre, peraltro, considerare i diversi livelli retributivi di par-

tenza e l'operare della scala mobile che, modificata per quanto riguarda il grado di copertura, è tuttora corrisposta in misura uguale a tutti i dipendenti. Per il 1983, sommando agli incrementi contrattuali l'aumento dovuto alla contingenza maturata nell'anno, la variazione percentuale più elevata dovrebbe osservarsi nelle industrie tessili, quella minore nelle industrie chimiche e alimentari.

Un altro aspetto importante della recente tornata contrattuale può rinvenirsi nella disponibilità sindacale a riaprire il ventaglio salariale: il rapporto tra gli incrementi contrattuali previsti tra la qualifica più elevata e quella minore varia da 2 a 3,5 a seconda degli anni e dei settori considerati. Pur trattandosi di un effetto di entità modesta, tenuto conto dell'operare di un sistema di indicizzazione a punto unificato, rappresenta la conferma di un cambiamento nella politica salariale rispetto agli anni settanta, in cui gli incrementi retributivi erano corrisposti in cifra fissa per tutti i dipendenti.

Sulla base degli aumenti stabiliti nei cinque principali contratti (industrie alimentari, tessili, chimiche, metalmeccaniche private e a partecipazione statale) si valuta, tenendo conto della crescita già acquisita ad inizio anno, un incremento di circa il 15 per cento della retribuzione lorda per dipendente nell'industria in senso stretto nella media del 1983 (retribuzioni corrette per la Cassa integrazione), superiore di due punti a quanto fissato nell'accordo di gennaio, ma in linea con il tasso d'inflazione previsto.

Stime degli incrementi medi annui delle retribuzioni lorde per dipendente (\*)  
(migliaia di lire)

INDUSTRIE	1983			1984			1985	
	Aumenti contrattuali	Erogazione una tantum	Incremento totale annuo	Aumenti contrattuali	Erogazione una tantum	Incremento totale annuo	Aumenti contrattuali	Incremento totale annuo
Metalmecchaniche .... (private)	25 x 5 mesi	226	351	34 x 13 mesi	130	572	38 x 13 mesi	494
Metalmecchaniche .... (a partecip. statale)	25 x 8 mesi	250	475	34 x 13 mesi	—	442	38 x 13 mesi	494
Chimiche .....	24 x 13 mesi	—	312	33 x 13 mesi	—	429	40 x 13 mesi	520
Alimentari .....	30 x 6 mesi	90	270	32 x 13 mesi	—	416	38 x 13 mesi	494
Tessili .....	28 x 7 mesi	80	276	28 x 13 mesi	40	404	23 x 13 mesi	299
Limiti agli incrementi (accordo 22 gennaio)	—	—	325	—	—	455	—	520

(\*) Assumendo un regime di 13 mensilità.

stante parte del 1983, potrà essere limato il tasso d'inflazione dei prodotti industriali, pari, da gennaio ad agosto, allo 0,8 per cento mensile. Tale saggio, che in ragione d'anno corrisponde al 10 per cento, è più che doppio di quello medio dei paesi concorrenti.

Le altre componenti dell'indice dei prezzi all'ingrosso (derrate alimentari, materie prime, derivati petroliferi) hanno segnato, nei primi otto mesi, rincari più contenuti di quelli dei prodotti manufatti; l'indice generale è pertanto cresciuto a un tasso medio mensile dello 0,55 per cento, il più ridotto dal 1975 ad oggi.

L'andamento dei prezzi al consumo ha continuato anche nel 1983 a discostarsi da quello osservato per i prezzi all'ingrosso: la crescita media mensile è stata dell'1,0 per cento fino a giugno e dello 0,7 nel bimestre successivo. Vi ha inciso soprattutto la dinamica accentuata delle tariffe pubbliche e, in generale, di tutti i servizi. Come nel precedente biennio vi è stata una maggiore tenuta dei margini nel settore distributivo rispetto a quello produttivo: considerando i prodotti le cui quotazioni non sono soggette a controlli amministrativi, si rileva in otto mesi — fino all'agosto 1983 — un differenziale dei rincari tra prezzi al consumo e prezzi all'ingrosso del 2,4 per cento per i beni durevoli e dello 0,5 per i beni non durevoli. Dopo il rallentamento estivo, i prezzi, misurati in settembre sul costo della vita, sono aumentati dell'1,3 per cento; il tasso di crescita a distanza di dodici mesi risulta pari al 13,6 per cento contro il 16,3 della fine del 1982.

### La bilancia dei pagamenti correnti

Nel primo semestre il disavanzo delle partite correnti si è situato intorno ai 2.000 miliardi, a fronte di uno di 7.000 registrato nello stesso periodo del 1982. Depurato della stagionalità, il saldo corrente diviene leggermente positivo (Fig. 7). Il miglioramento è derivato dall'aumento dell'avanzo nei servizi e trasferimenti e, in misura maggiore, dalla riduzione del deficit mercantile. Quest'ultimo, con le importazioni valutate CIF, è sceso da 9.871 a 6.731 miliardi (da 11.594 a 8.213 nei primi otto mesi).

Secondo le informazioni attualmente disponibili (1), l'evoluzione favorevole dell'interscambio

è da ricondurre quasi esclusivamente agli acquisti in volume. Infatti, nella media dei primi sei mesi le quantità importate sono diminuite di circa il 6 per cento e quelle esportate dell'1 per cento rispetto allo stesso periodo del 1982. La variazione delle ragioni di scambio è stata trascurabile, anche perché il deprezzamento della lira rispetto al dollaro ha compensato l'andamento favorevole dei prezzi all'origine dell'energia e delle materie prime (Tav. 3).

Tav. 3

### Commercio con l'estero (variazioni percentuali)

VOCI	2° sem. 1982	1° sem. 1983
	2° sem. 1981	1° sem. 1982
Esportazioni in quantità .....	-9,1	-1,0
Importazioni in quantità .....	-4,6	-5,8
Valori medi unitari all'esportazione .....	12,3	4,9
Valori medi unitari all'importazione .....	7,5	4,0
Ragioni di scambio .....	4,6	0,8

Fonte: Istat.

Una stima del contributo delle singole determinanti all'evoluzione dell'interscambio in quantità induce ad attribuire l'aggiustamento del primo semestre a fattori ciclici (2). La caduta delle importazioni è interamente dovuta alla diminuita capacità di assorbimento all'interno. Il basso livello della capacità occupata ha, viceversa, fornito

(1) Un'analisi accurata del commercio estero nei primi mesi dell'anno è ostacolata dalle incertezze che ancora gravano sulle informazioni statistiche di base. Oltre alla forte erraticità mensile, è particolarmente evidente la commistione dei dati doganali relativi al dicembre 1982 e al gennaio 1983. In attesa che siano disponibili le consuete correzioni attraverso le informazioni valutarie, si è ritenuto opportuno limitare l'analisi alle variazioni a distanza di dodici mesi.

(2) Il contributo fornito dalle singole determinanti all'evoluzione delle quantità importate ed esportate è stato stimato utilizzando un modello dei flussi mercantili. A questo scopo è stata effettuata una simulazione sul primo semestre del 1983 i cui risultati sono pressoché uguali ai dati osservati. I risultati ottenuti sono stati confrontati con quelli di altre simulazioni, in cui gli effetti di ciascuna determinante sono stati di volta in volta neutralizzati. In particolare, per ciascuna variabile esogena è stato mantenuto costante il valore da questa assunto nella media del primo semestre del 1982 fino a tutta la prima metà del 1983.

Per una corretta valutazione del significato di questo esercizio e dei limiti insiti nello schema di equilibrio parziale utilizzato, occorre tener conto che, di fatto, le variazioni delle quantità scambiate sono state ripartite tra i soli effetti "diretti" delle usuali determinanti, trascurando quelli provenienti da altre relazioni del modello.

l'unico impulso alle esportazioni, in leggera ripresa sulla base dei dati stagionalizzati. La stagnazione della domanda mondiale e le pur contenute perdite di competitività registrate dalla fine dello scorso anno hanno, infatti, influito negativamente (Tav. 4).

Se si prende in esame la composizione merceologica degli scambi, si osserva che i due settori strutturalmente deficitari, quello energetico e quello alimentare, hanno presentato disavanzi di poco superiori a quelli dello scorso anno, rispettivamente intorno a 16.000 e 4.000 miliardi. Quanto al primo, la riduzione delle quantità di greggio importate e quella dei prezzi all'origine sono state compensate sia dal peggioramento dell'interscambio di derivati, sia dal deprezzamento della lira rispetto al dollaro. Il miglioramento del saldo globale è quindi provenuto dai comparti «tradizionali», in particolare da quelli tessile, meccanico e

Tav. 4

**Interscambio in quantità:  
contributo delle relative determinanti**

(variaz. % tra il 1° sem. 1983 e il corrispondente del 1982) (1)

DETERMINANTI	Esportazioni	Importazioni
Domanda mondiale .....	-0,5	
Domanda globale interna .....		-8,6
Competitività .....	-1,7	—
Capacità utilizzata .....	3,4	
Liquidità delle imprese (2) .....		1,0
Altri effetti .....	-2,5	2,3
Totale .....	-1,3	-5,3

(1) Calcolate su dati ottenuti simulando un modello dei flussi mercantili. — (2) Mezzi liquidi delle imprese (M2) rapportati al prodotto interno lordo.

**Effetti di breve periodo di un apprezzamento del dollaro sulla bilancia mercantile e sui prezzi**

Il 1983 è iniziato con una fase di relativa debolezza del dollaro. La sua quotazione in termini di lire alla metà di gennaio era ritornata sul valore medio del 1982, e cioè di 1.350 lire. Nei mesi successivi il dollaro si è rafforzato, raggiungendo il livello di 1.600 lire nella media di settembre: nell'ipotesi di una quotazione ferma su questo livello da ottobre a dicembre, l'apprezzamento del dollaro rispetto alla lira risulterebbe di circa il 12 per cento, nella media del 1983.

La valutazione degli effetti di questo rafforzamento sulla bilancia commerciale e sui prezzi può essere ricavata sulla base di stime econometriche delle relazioni che legano quantità importate ed esportate, valori medi unitari all'esportazione, prezzi dell'output, prezzi all'ingrosso e prezzi al consumo; nonché tenendo conto delle relazioni che determinano gli indicatori di competitività di prezzo all'importazione e all'esportazione e dei pesi che definiscono il deflatore delle importazioni.

La valutazione deve considerarsi limitata agli effetti di breve periodo dell'apprezzamento, essendo basata sulle seguenti ipotesi:

- mancata adozione di politiche economiche restrittive nei vari paesi e quindi invarianza della domanda mondiale;
- assenza di effetti dovuti all'operare del meccanismo della scala mobile;
- assenza di ripercussioni sulle quotazioni in dollari delle materie prime e fonti di energia.

All'opposto si tiene conto di una maggiore dinamica dei prezzi internazionali dei manufatti dei nostri

principali concorrenti, con l'esclusione di quelli dell'area del dollaro, indotta dai più elevati costi degli inputs. In assenza di più precisi elementi di valutazione, questo ricupero è stimato sulla base di coefficienti di reazione elaborati dall'OCSE ("Economic Outlook", December 1982).

Simulando uno scenario "base" senza apprezzamento del dollaro e uno che incorpora le ipotesi sopra richiamate, mantenendo i rapporti di cambio tra la lira e le altre valute diverse dal dollaro sui valori osservati, si ottengono i seguenti effetti differenziali, riferiti all'anno, di un apprezzamento del dollaro del 12 per cento:

- perdita delle ragioni di scambio di circa 3 punti percentuali, derivante da un maggiore aumento dei prezzi all'importazione del 6 per cento e da uno del 3 per cento per quelli all'esportazione;
- guadagno di competitività di circa 1 punto percentuale;
- peggioramento del saldo mercantile in lire correnti di circa 2-3.000 miliardi, dovuto alla perdita in termini di ragioni di scambio;
- aumento dei prezzi interni di circa 3 punti percentuali con riferimento ai manufatti e di meno della metà con riferimento a quelli al consumo.

Gli effetti negativi sulla bilancia mercantile e sui prezzi sarebbero rafforzati con la rimozione delle ipotesi a) e b), mentre sarebbero attenuati rimuovendo l'ipotesi c).

dei mezzi di trasporto, il cui avanzo complessivo è salito da circa 11.000 a 14.000 miliardi. Per quanto concerne la distribuzione geografica, la riduzione del disavanzo globale è dovuta, per oltre due terzi, agli scambi con la Germania federale, la Francia e gli Stati Uniti. Anche nei confronti degli altri paesi, ad eccezione di quelli in via di sviluppo non petroliferi, si è avuto un miglioramento.

Per i servizi, l'incidenza dell'onere per il pagamento degli interessi, nonostante l'apprezzamento del dollaro, si è stabilizzata, a seguito della riduzione dei tassi sui mercati internazionali e grazie a una posizione debitoria che non è peggiorata in misura apprezzabile. L'apporto del turismo è aumentato da 3.260 a 4.600 miliardi.

### I movimenti di capitali e il debito estero

Nel primo semestre l'afflusso di capitali è stato superiore alle esigenze di finanziamento del disavanzo corrente: il saldo globale della bilancia dei pagamenti è stato positivo per circa 1.000 miliardi. Inoltre, si sono avuti afflussi di fondi bancari per 5.000 miliardi. Di conseguenza le riserve ufficiali, fortemente diminuite nel 1982, hanno potuto essere ricostituite per 6.000 miliardi, tenuto conto degli aggiustamenti di cambio e della rivalutazione delle componenti auree.

L'apporto dei prestiti esteri è stato di circa 2.000 miliardi, meno della metà rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. I crediti commerciali hanno avuto forti oscillazioni nei periodi precedenti e seguenti il riallineamento all'interno dello SME, ma nel semestre hanno anch'essi dato luogo a un afflusso netto.

Al maggiore indebitamento delle banche verso l'estero, su cui hanno inciso marginalmente la componente in lire e la raccolta in valuta sull'interno, fanno riscontro i prestiti concessi agli esportatori residenti. Questi prestiti hanno ecceduto il valore derivante dall'obbligo di finanziare in valuta il 70 per cento dei crediti a breve termine, introdotto alla fine del 1982. A giugno, infatti, i finanziamenti in valuta alle esportazioni avevano superato i 12.000 miliardi di lire, a fronte di finanziamenti obbligatori valutabili non oltre i 9.000 miliardi. Anche i debiti in valuta a fronte di importazioni hanno presentato una dinamica so-

stenuta e sono aumentati in misura molto maggiore dei regolamenti anticipati che sono eseguibili solo con finanziamenti bancari.

Data la stazionarietà del commercio estero in valore e le modeste variazioni dell'ampio differenziale positivo tra i tassi di interesse interni ed esteri, la crescita dei debiti in valuta è da collegare soprattutto alle attese di stabilità del cambio, prevalse dopo il riallineamento del marzo. In alcuni mesi una certa influenza è stata esercitata, inoltre, dal massimale sui crediti in lire, rimasto in vigore fino a metà anno.

La posizione debitoria netta del Paese, espressa in dollari, è rimasta, a giugno, quasi sullo stesso livello della fine del 1982 (21 miliardi di dollari) perché, nonostante il disavanzo corrente del semestre, l'apprezzamento del dollaro ha determinato una riduzione delle passività denominate in altre valute maggiore di quella delle attività. È mutata la composizione dell'attivo e del passivo, essendosi accresciuto il peso delle riserve in valuta e quello delle componenti a breve, più instabili, dei debiti (Tav. 5).

Tav. 5

### Posizione finanziaria sull'estero dell'Italia (consistenze in miliardi di dollari)

V O C I	1981 dicembre	1982 dicembre	1983 (*) giugno
<b>PASSIVITÀ</b>			
Banca d'Italia e UIC .....	2,0	1,3	1,2
Aziende di credito:			
posizione debitoria netta ...	13,4	10,6	13,5
Altri operatori:			
prestiti dell'estero .....	33,2	39,1	39,6
<b>Totale</b> .....	48,6	51,0	54,3
<b>ATTIVITÀ</b>			
Banca d'Italia e UIC (1) .....	21,3	15,0	19,3
Altri operatori:			
prestiti all'estero .....	3,6	3,8	3,6
crediti commerciali netti ....	10,2	11,4	10,0
<b>Totale</b> .....	35,1	30,2	32,9
<b>Saldo</b> .....	- 13,5	- 20,8	- 21,4

(1) Al netto delle riserve auree pari a 24 miliardi a fine 1982 e a 27 miliardi a giugno 1983. — (\*) Dati provvisori e parzialmente stimati.

### Il controllo dei movimenti di capitali nell'esperienza del 1976

*Il regime di controllo dei cambi in materia di movimenti di capitali ha attraversato, in Italia, vicende complesse, iniziate con la convertibilità esterna della lira e proseguite secondo principi di liberalizzazione prima, e di restrizione poi; vicende culminate a livello sanzionatorio con la «legge 159» del 1976.*

*La crisi valutaria di quell'anno spinse ad affiancare a numerose misure amministrative provvedimenti di legge che introdussero il deterrente penale alle esportazioni di capitali e tesero, sfruttando questa circostanza, a promuovere il rientro di quelli precedentemente esportati. Questa fase legislativa si dispiegò lungo quasi tutto l'arco del 1976. Da una più generica statuizione della rilevanza penale delle infrazioni valutarie in materia di esportazione di capitali e costituzione di attività all'estero, si passò successivamente a una più compiuta definizione dell'area dei reati (esportazioni clandestine, partecipazione fittizia attraverso non residenti); vennero inoltre predisposte condizioni favorevoli alla sistemazione delle posizioni in essere.*

*Si sviluppò un ampio dibattito sulla valutazione della consistenza a fine 1975 delle attività acquisite clandestinamente e possedute all'estero. Gli elementi disponibili erano limitati ai canali la cui alimentazione si era riflessa sulla bilancia dei pagamenti. Su queste basi la consistenza delle attività effettivamente impiegate all'estero e quelle dei reinvestimenti in Italia sotto copertura estera parvero stimabili intorno ai 10.000 e 3.000 miliardi di lire «nominali». I flussi di fondi avvenuti senza incidere sul saldo della bilancia dei pagamenti, cioè le operazioni compensate sul mercato parallelo, non erano quantificabili sulla base di stime significative.*

*Anche attraverso successivi spostamenti dei termini utili, la «legge 159» predispose condizioni favore-*

*voli alla sistemazione delle posizioni acquisite clandestinamente: rientro anonimo, regolarizzazione tramite dichiarazione e successivo mantenimento o liquidazione delle attività, normalizzazione delle posizioni assunte sotto copertura estera attraverso atti di rinazionalizzazione o di rinuncia delle attività sull'interno. Sul piano fiscale, in alternativa a considerare le cessioni a titolo oneroso, fu prevista la possibilità di un versamento definitivo del 15 per cento del valore «effettivo» delle attività. Sul piano del diritto societario non furono stabilite sanatorie di sorta.*

*Gli effetti più rilevanti della 159 si ebbero con riguardo alle rinazionalizzazioni di attività già intestate fittiziamente a non residenti (nel complesso circa 1.600 miliardi); i rientri e l'acquisizione in forma «ufficiale» di attività furono modesti (1.000 miliardi circa), specialmente se raffrontati alle stime del volume delle esportazioni clandestine. A determinare questi effetti difforni concorsero i rischi di accertamento molto più elevati per i reati connessi con la fittizia intestazione di attività sull'interno.*

*L'esiguità del risultato complessivo derivò dal fatto che poche società ebbero a giovare della «legge 159» e il rientro fu perseguito non tanto agendo sulle determinanti dei movimenti di capitali quanto trasformando il meccanismo sanzionatorio.*

*Le sanzioni penali, tuttavia, esplicarono effetti sulle nuove esportazioni clandestine che virtualmente cessarono, con qualche rara eccezione, almeno attraverso i canali che incidono sui saldi della bilancia dei pagamenti. D'altra parte si sono andate generando incertezze e distorsioni gravi nell'interpretazione del sistema dei divieti indicati nella legge.*

Nel terzo trimestre è continuato l'andamento favorevole della bilancia dei pagamenti: il saldo globale, positivo per oltre 3.000 miliardi, ha consentito un ulteriore aumento delle riserve ufficiali, al netto della rivalutazione delle componenti auree, per 1.500 miliardi e una diminuzione della posizione debitoria delle banche verso l'estero. Mentre in luglio era continuata la tendenza all'afflusso dei capitali bancari (700 miliardi), in agosto e settembre si sono avuti deflussi per 1700 e 600 miliardi rispettivamente. Dalle prime indicazioni

disponibili risulterebbe che la riduzione dell'indebitamento in agosto è dipesa soprattutto dalla diminuzione dei finanziamenti in valuta alle esportazioni. Già all'inizio dell'estate questi ultimi avevano raggiunto una consistenza pressoché uguale a quella del complesso dei crediti commerciali alle esportazioni a breve denominati in valuta. Essendo la durata dei finanziamenti molto più corta di quella dei crediti commerciali, il calo stagionale delle vendite all'estero si è riflesso quasi interamente sulla loro consistenza. L'incertezza cau-

sata dalla ripresa dei movimenti del dollaro ha concorso al ridimensionamento delle posizioni in cambi degli operatori.

Nei primi nove mesi dell'anno il valore esterno della lira è diminuito del 5,7 per cento, come risultato di un deprezzamento del 12,8 per cento nei confronti del dollaro e dell'1,6 per cento nei confronti delle monete della CEE (Fig. 9). Nei mesi successivi al riallineamento del 21 marzo, il cambio della lira nello SME è stato caratterizzato da una sostanziale stabilità fino alle soglie dell'autunno: esso si è infatti attestato su livelli prossimi al limite superiore della banda allargata di oscillazione. Nella seconda metà di settembre, in presenza di un rafforzamento del marco tedesco e del fiorino olandese, la lira ha presentato una contenuta flessione.

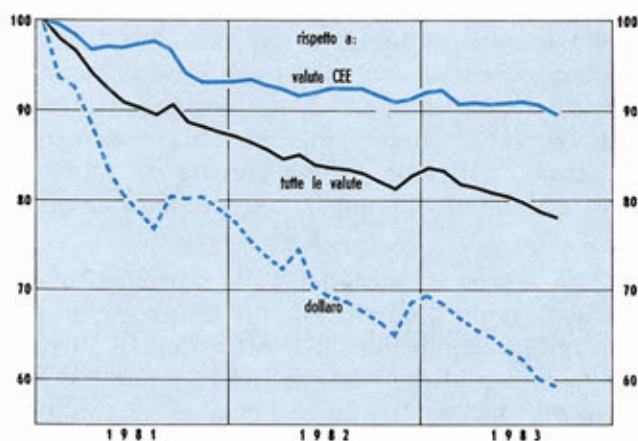
L'andamento del cambio sul mercato a termine conferma il clima di stabilità delle aspettative che è prevalso dopo il riallineamento. Come è noto, i vincoli amministrativi posti all'attività bancaria in lire di conto estero e a termine fanno sì che le quotazioni alle varie scadenze divergano dall'evoluzione compatibile con la parità dei tassi d'interesse in misura tanto maggiore quanto più forti sono le aspettative di instabilità. Le diffe-

renze tra lo sconto in per cento annuo delle quotazioni alle scadenze fino a un mese e oltre il mese, rispetto a quelle a pronti, hanno superato i 10 punti percentuali nei primi venti giorni di marzo, mentre sono stati quasi nulle nei mesi successivi.

Fig. 9

### Tassi di cambio della lira

(indici con base gen. 1981 = 100)



## La finanza pubblica

Nel primo semestre del 1983 la finanza pubblica ha esercitato contrastanti influenze sull'economia. Sulla domanda aggregata, all'effetto espansivo delle tendenze di fondo, degli aggiustamenti automatici del bilancio pubblico all'andamento congiunturale e delle assegnazioni al sistema delle imprese pubbliche e private, si è contrapposto quello, di segno contrario, dei provvedimenti che hanno inciso sul reddito disponibile delle famiglie. Sui prezzi, gli aumenti delle tariffe, delle imposte indirette e dei contributi sociali hanno esercitato una spinta che ha rallentato il rientro dall'inflazione. Sulla formazione di attività finanziarie è continuato l'impulso fortemente espansivo derivante da una crescita del fabbisogno più rapida di quella del prodotto interno lordo.

Nella seconda metà dell'anno dovrebbe considerarsi spento l'impulso diretto sui prezzi; si accrescerà invece quello sulla formazione di attività finanziarie; infine, l'esaurirsi degli effetti di alcuni provvedimenti, nonché l'assunzione di nuovi oneri, potrebbero volgere in senso espansivo l'effetto complessivo del bilancio sulla domanda.

Gli interventi attuati non sono comunque valsi a conseguire l'obiettivo programmatico di arrestare il fabbisogno sui 71.000 miliardi. Superiore già nel primo semestre all'importo raggiunto nello stesso periodo dell'anno precedente, il fabbisogno sta subendo un'accelerazione: le attuali indicazioni ufficiali fissano il totale annuo in 90.000 miliardi (Tav. 6).

### Gli orientamenti recenti della politica di bilancio

Alla fine del 1982 e all'inizio del 1983 l'Esecutivo, ricorrendo alla decretazione d'urgenza, ha dato attuazione alle proposte contenute nei disegni di legge finanziaria e di bilancio di previsione: esse contemplavano, in particolare, l'imposizione di un limite del 13 per cento alla crescita delle retribuzioni dei dipendenti pubblici e restrizioni alle assegnazioni dello Stato alla finanza locale, all'INPS, al fondo sanitario nazionale e alle aziende autonome.

La manovra, rafforzata da rilevanti aumenti delle imposte, in parte ha trovato convalida nell'approvazione della legge finanziaria e di quella sulla finanza locale, in parte è stata mantenuta in vigore fino ad oggi per mezzo di successivi decreti-legge (cfr. in Appendice l'elenco dei principali provvedimenti). In quelle e in questi vi sono state attenuazioni rispetto al disegno originario.

Nella pratica, i provvedimenti presi sono risultati incentrati quasi esclusivamente sull'aumento del prelievo. Il limite fissato alla crescita delle retribuzioni del personale pubblico verrà superato per effetto degli aumenti concessi col rinnovo dei contratti e della dinamica della contingenza, entrambi risultati superiori ai tetti programmati (cfr. riquadro). Le restrizioni dei trasferimenti ai centri periferici di spesa, rispondenti all'obiettivo di corresponsabilizzarli al rispetto del vincolo finanziario complessivo, sono state successivamente attenuate. In assenza di correzioni sostanziali ai meccanismi decisionali della spesa sanitaria e di incisivi interventi legislativi sulla spesa previdenziale, le uscite di questi due comparti sono state conte-

Tav. 6

### Saldi di finanza pubblica

(miliardi di lire; rapporti percentuali)

V O C I	1981	1982	1983 (*)
<b>Disavanzi delle Amm. pubbl.:</b>			
Disavanzo corrente .....	27.055	31.308	35.000
<i>In per cento del PIL .....</i>	6,7	6,7	6,5
Disavanzo in c/capitale ....	19.761	24.722	30.000
<i>In per cento del PIL .....</i>	4,9	5,3	5,6
Indebitamento netto .....	46.816	56.030	65.000
<i>In per cento del PIL .....</i>	11,7	11,9	12,2
<b>Fabbisogni finanziari:</b>			
Fabbisogno del set. statale ..	49.274	71.900	90.000
<i>In per cento del PIL .....</i>	12,3	15,3	16,8
Fabbisogno del S.P.A. ....	54.294	79.627	94.000
<i>In per cento del PIL .....</i>	13,5	16,9	17,6

(\*) Previsioni.



### I rinnovi contrattuali nel pubblico impiego.

*Nel 1983 la tornata contrattuale ha riguardato non soltanto i principali settori industriali, ma anche il pubblico impiego. In questo secondo comparto i contratti sinora conclusi concernono in particolare il personale dei Ministeri, della Scuola, del Parastato, degli Enti Locali, delle Regioni e della Sanità (si tratta di circa 2.650.000 addetti, su un totale di quasi tre milioni e mezzo per l'intero settore pubblico).*

*Gli obiettivi della contrattazione (delineati dal Governo negli incontri con i sindacati del 21-22 aprile 1982 e recepiti nell'accordo del 22 gennaio 1983) hanno riguardato in primo luogo la riduzione della dinamica del costo del lavoro, per il cui conseguimento l'aumento delle retribuzioni unitarie veniva vincolato al tasso di crescita programmato per i prezzi, pari rispettivamente al 13 e al 10 per cento per il 1983 e per il 1984. I contratti sinora conclusi fanno però presumere che questi limiti verranno superati per entrambi gli anni di alcuni punti percentuali (in particolare circa 2,5 punti nell'anno in corso), nonostante la diluizione nel tempo (dal 1° gennaio 1983 al 1° gennaio 1985) dei miglioramenti economici. Per il 1983 lo sconfinamento può attribuirsi solo in piccola parte (circa mezzo punto percentuale) al divario tra il tasso di inflazione attualmente previsto (15 per cento) e quello programmato (13 per cento); la rimanente parte è imputabile invece agli aumenti contrattuali, i cui effetti si sono aggiunti a quelli derivanti dagli altri meccanismi automatici di lievitazione della spesa (scatti di anzianità, passaggi di grado, ecc.). Ai riflessi della differenza tra la crescita dei prezzi prevista e quella programmata per il 1983, nel 1984 si potranno aggiungere, in assenza di interventi, quelli di un eventuale analogo divario in corso d'anno. Lo sconfinamento complessivo però potreb-*

*be essere ridimensionato qualora venisse attuata una politica in grado di ricondurre il tasso d'inflazione al valore prefissato.*

*Gli incrementi risultano proporzionalmente più elevati per i settori della Sanità e del Parastato, per i quali i sindacati hanno ottenuto un recupero rispetto ad altre categorie equiparabili dal punto di vista professionale.*

*Per i comparti per i quali il rinnovo è stato già concluso le stime ufficiali indicano un onere di 2.200 miliardi per il 1983 e di 4.400 per il 1984. A regime (dal 1° gennaio 1985) l'aggravio si avvicinerà ai 6.000 miliardi annui. Nel 1983 l'onere dei contratti si va concentrando nell'ultima parte dell'anno; in particolare gli aumenti sono stati corrisposti da settembre al personale dei Ministeri e da ottobre a quello della Scuola.*

*La contrattazione ha riguardato altri importanti temi, quali il riconoscimento della professionalità e la equiparazione economica e normativa dei diversi comparti. Con riferimento al primo aspetto è stato previsto un ulteriore livello (il 9°) per il personale dello Stato e del Parastato, sono state aumentate alcune indennità particolari e ne sono state introdotte altre, è stata potenziata la formazione professionale per gli insegnanti. Qualche sforzo è stato altresì compiuto per rendere più omogenei tra loro i diversi comparti; in particolare, lo scaglionamento degli aumenti salariali è stato deciso in modo abbastanza uniforme ed è stato stipulato un unico accordo per il personale delle unità sanitarie locali. Inoltre, con il nuovo contratto è stata attenuata, anche se in misura modesta, l'incidenza dei meccanismi automatici sull'evoluzione della spesa; in particolare, è stato diminuito l'incremento previsto per gli scatti di anzianità.*

nute solo in misura modesta. Di fatto, i disavanzi della previdenza, della finanza locale, della sanità, delle aziende autonome, e quindi le erogazioni dello Stato destinate alla loro copertura, sono stati limitati principalmente aumentando le entrate afferenti a questi centri di spesa: contributi sociali, imposte locali, *tickets* sanitari, tariffe hanno fornito il principale apporto all'azione restrittiva (cfr. riquadro). A questi aumenti del prelievo si sono accompagnati gli interventi sulle en-

trate tributarie dello Stato attuati all'inizio dell'anno.

Il prelievo aggiuntivo per il 1983 è valutabile (al netto della successiva riduzione del drenaggio fiscale) in 5.000 miliardi, che si sommano agli effetti dei provvedimenti del luglio 1982, stimabili per l'anno in corso in circa 17.500 miliardi (cfr. riquadro). Complessivamente la pressione fiscale, dopo l'incremento di circa 2,5 punti percentuali registrato nel 1982, potrebbe salire nel 1983 di 3

### Le manovre fiscali sul 1983

*La manovra restrittiva sulle spese dello Stato, decisa alla fine del 1982, ha proposto un limite del 13 per cento, successivamente valicato, alla crescita delle spese per retribuzioni dei dipendenti pubblici e ha disposto restrizioni al finanziamento dei centri periferici di spesa.*

*Finanza locale — Sono stati imposti un limite del 13 per cento alla crescita delle erogazioni dello Stato alle regioni (recentemente decaduto a seguito di una sentenza della Corte costituzionale) e il blocco, sui valori del 1982, delle erogazioni agli altri enti locali. I comuni sono stati indotti ad applicare una sovrimposta straordinaria sui fabbricati, è stato anticipato il gettito dell'Invim decennale e sono stati inaspriti altri tributi locali e alcune tariffe, in particolare quelle di trasporto urbano, con un maggiore gettito fiscale di 1.400 miliardi e tariffario di 400.*

*Previdenza — È stato posto un limite di 20.700 miliardi (contro i 16.500 della proposta originaria) alle erogazioni complessive dello Stato all'INPS. Sono*

*stati attuati alcuni interventi sulla spesa, di portata però limitata (200 miliardi), imponendo restrizioni alla fruizione dell'indennità di malattia e limiti di reddito per l'integrazione al minimo delle pensioni erogate dall'INPS. Circa i contributi sociali, oltre a prorogare il condono e a emanare norme tese a ridurre l'evasione, sono state confermate alcune maggiorazioni temporanee a carico dei datori di lavoro e ripristinate altre per i lavoratori autonomi (per 1.400 miliardi).*

*Sanità — È stata accresciuta, rivedendone i criteri, la partecipazione degli assistiti alla spesa farmaceutica (800 miliardi).*

*Dal lato del prelievo, il gettito del 1983 è stato interessato principalmente dalle due manovre decise rispettivamente nell'estate del 1982 e tra la fine dello stesso anno e l'inizio del 1983. Inoltre, nel corso del 1983 sono state più volte modificate le imposte di fabbricazione sugli oli minerali, compensando le modifiche del prezzo corrisposto ai produttori, con un gettito aggiuntivo di 1.800 miliardi.*

#### Effetti nel 1983 degli aumenti del prelievo approvati nell'estate del 1982

	miliardi di lire
Istituzione del condono fiscale .....	6.000
Aumento dell'Irpeg .....	600
Aumento delle ritenute Irpef sui lavoratori autonomi .....	400
Aumento dell'IVA .....	4.800
Aumento dell'imposta sui tabacchi .....	600
Aumento delle imposte di fabbricazione sugli oli minerali e di altre minori .....	2.000
Aumento dei contributi per cassa integrazione, malattia e maternità .....	1.800
Aumenti delle tariffe postali e ferroviarie e dei generi di monopolio .....	1.400
	<hr/>
	17.600

#### Aumenti dei tributi dello Stato entrati in vigore all'inizio del 1983

	miliardi di lire
Conferma delle maggioraz. temporanee per l'acconto delle imposte dirette e per le tasse automobilistiche .....	800
Proroga dell'addizionale dell'8 per cento sull'Ilor e sull'imposta sostitutiva .....	1.000
Istituzione di una ritenuta d'acconto su alcune provvigioni .....	200
Aumento dei coefficienti catastali .....	700
Attenuazione di agevolazioni Irpef e IVA ..	1.100
Aumento di imposte indirette sugli affari ..	1.300
Istituzione dell'imposta di consumo sui prodotti di ottica ed elettronica .....	400
Riduzione degli aggi esattoriali .....	200
	<hr/>
	5.700

punti, in parte però in conseguenza di provvedimenti transitori.

Agli inasprimenti fiscali si sono contrapposte nuove spese. L'accordo di gennaio sul costo del lavoro ha infatti dato origine a provvedimenti espansivi: sgravi dell'Irpef per attenuare gli effetti del drenaggio fiscale, aumenti degli assegni familiari, rinnovo ed estensione della fiscalizzazione dei contributi sociali, con oneri per lo Stato rispettivamente di 6.500, 1.300 e 11.500 miliardi. Solo una parte di questi oneri può però considerarsi come effettivamente aggiuntiva: anche in assenza dell'accordo, almeno le agevolazioni già in vigore per l'Irpef e per i contributi sociali sarebbero state presumibilmente rinnovate (con oneri valutabili rispettivamente in circa 2.000 e 11.000 miliardi).

#### L'andamento nel primo semestre e le tendenze per l'intero anno

Nonostante le misure prese, il fabbisogno del settore statale è stato nel primo semestre di 34.600 miliardi, rispetto ai 28.800 dello stesso periodo del 1982; quello del settore pubblico è passato da 29.000 a quasi 35.000 miliardi. La crescita dell'indebitamento netto del settore pubblico, che non è influenzata dall'andamento delle partite finanziarie (conferimenti alle imprese pubbliche e agli istituti di credito speciale e depositi bancari), è stata assai più contenuta: da 27.000 a 28.000 miliardi.

Circa gli effetti sulla domanda aggregata, l'aumento del prelievo ha influito negativamente sui consumi privati. È presumibile, inoltre, che l'aumento delle erogazioni complessive alle imprese private, considerate anche le sfavorevoli prospettive congiunturali, solo marginalmente sia stato in grado di incidere sull'attività di investimento. I conferimenti alle imprese pubbliche si sono principalmente tradotti in un miglioramento della situazione patrimoniale e, tramite l'alleggerimento degli oneri finanziari, anche dei conti economici. Non si ha, infine, evidenza di un'effettiva crescita in termini reali degli investimenti pubblici.

Il tasso di crescita delle imposte indirette nel primo semestre (33 per cento) ha particolarmente risentito degli aumenti decisi nel luglio 1982; è risultato elevato soprattutto il gettito dell'IVA e delle tasse sugli oli minerali e sui tabacchi. Tutta-

via, per l'IVA è stato particolarmente rilevante il divario tra le previsioni iniziali e quelle attuali: oltre all'assunzione di ipotesi troppo favorevoli sull'evoluzione degli imponibili, è da registrare un notevole incremento delle somme accertate e non riscosse dalle dogane, dovuto all'utilizzo sempre più esteso di alcune norme agevolatrici per gli esportatori.

Sulla crescita delle imposte dirette (31 per cento) hanno avuto notevole influenza gli effetti del condono (2.900 miliardi). Flettente, anche se migliore delle attese, è stato l'andamento dell'autotassazione delle persone giuridiche, che ha scontato gli effetti degli sgravi concessi con la «Visentini bis» e dello slittamento dei termini di versamento, in parte compensati dall'aumento delle aliquote dell'Irpeg e dalla revisione, particolarmente incisiva per il settore del credito, della disciplina dei costi deducibili. L'autotassazione sulle persone fisiche ha fornito risultati che, tenuto conto della rivalutazione dei redditi catastali, non lasciano supporre recuperi degli imponibili non dichiarati. Il gettito delle ritenute alla fonte per i lavoratori dipendenti ha beneficiato della ritardata applicazione della nuova Irpef; è invece venuta a mancare una parte del gettito dell'imposta sostitutiva sugli interessi, anticipata al 1982.

I proventi delle vendite di beni e servizi (cresciuti del 31 per cento) hanno risentito degli aumenti delle tariffe postali, ferroviarie e dei generi di monopolio, mentre il rallentamento nella crescita dei contributi sociali, collegato a quello delle retribuzioni, è stato contrastato dagli aumenti del luglio 1982.

Dal lato delle uscite, sono continuate a crescere a ritmi sostenuti le erogazioni al fondo sanitario, aumentate del 38 per cento, e quelle agli enti previdenziali, passate da 6.700 a 12.100 miliardi, confermando la scarsa incisività dei correttivi finora apportati ai meccanismi che governano la spesa e la tendenza di medio periodo ad un continuo aumento delle esigenze finanziarie di quei settori. Il comparto previdenziale ha subito anche gli effetti delle ricordate reazioni automatiche dei contributi e delle prestazioni alla recessione; la spesa per pensioni ha, inoltre, risentito della maggiore dinamica inflazionistica registrata nei periodi presi come riferimento per le indicizzazioni.

Anche l'aumento della spesa a sostegno della produzione è stato elevato: in particolare, i conferimenti ai fondi di dotazione delle imprese pubbliche sono più che raddoppiati. La crescita della spesa per il personale, come già detto, è stata contenuta per effetto del differimento dei miglioramenti retributivi introdotti con i rinnovi contrattuali, mentre quella per interessi (13 per cento) ha risentito della riduzione dei tassi e della mutata composizione del debito pubblico. La copertura del fabbisogno (cfr. Fig. 10) è stata infatti assicu-

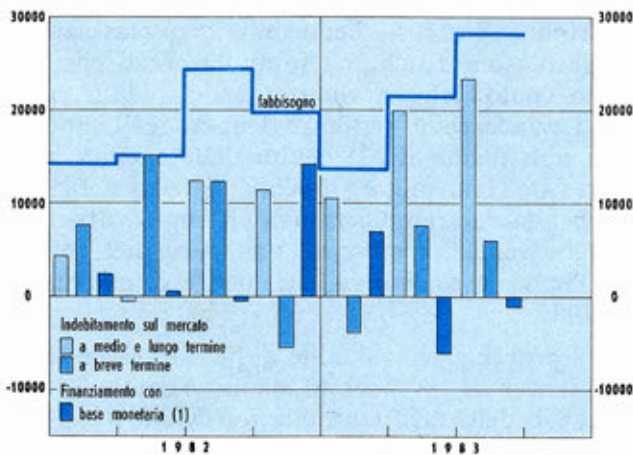
rata principalmente con il collocamento sul mercato di titoli a medio e a lungo termine (per 28.700 miliardi, contro 2.200 miliardi nel primo semestre del 1982), le cui cedole vengono pagate posticipatamente, mentre le sottoscrizioni nette di BOT, il cui onere per interessi è contabilizzato all'emissione, sono diminuite da 22.100 a 6.000 miliardi (cfr. Tav. a20).

Nel secondo semestre la politica di bilancio dovrebbe esplicare effetti espansivi. Entro dicembre, infatti, si sentiranno pienamente gli effetti degli sgravi dell'Irpef decisi con l'accordo sul costo del lavoro; verranno corrisposti gli aumenti contrattuali (e i relativi arretrati) ai dipendenti pubblici; aumenterà il ritmo di crescita dei trasferimenti alle famiglie per la corresponsione delle maggiorazioni degli assegni familiari, per la rivalutazione triennale delle rendite erogate dall'INAIL, per il concentrarsi degli effetti del passaggio da quadrimestrale a trimestrale della periodicità dell'indicizzazione delle pensioni (solo in piccola parte contrastata dalla riduzione del punto di contingenza per taluni tipi di trattamenti); inizierà, infine, ad esaurirsi il gettito del condono.

I fattori ora elencati stanno determinando, come già detto, un'accelerazione del fabbisogno, il cui importo medio mensile nel terzo trimestre ha già superato i 9.000 miliardi, rispetto a meno di 6.000 nella prima metà dell'anno; essi potrebbero imprimere una spinta ai consumi nell'ultimo scorcio dell'anno.

Fig. 10

### Fabbisogno del settore statale e sua copertura (miliardi di lire)



(1) Inclusa la raccolta postale.

## I mercati monetari e finanziari

### L'evoluzione degli aggregati creditizi e monetari

Il fabbisogno pubblico, rimasto elevato nonostante le misure per contenerlo, ha trascinato la crescita del credito totale interno e delle attività finanziarie complessive dell'economia notevolmente al di sopra di quella del reddito nazionale. Nei primi otto mesi il credito totale interno è cresciuto, su base annua, del 19,6 per cento (Fig. 11); si è ampliata ancora la quota del credito assorbita dal settore statale, che ha raggiunto il 70 per cento.

In un contesto dominato dalle pressioni esercitate dal disavanzo pubblico sui mercati finanziari e dai condizionamenti imposti dal vincolo esterno, l'azione monetaria è stata volta a sostenere la propensione delle famiglie al risparmio finanziario e in particolare a favorire il collocamento di titoli a media scadenza. L'aumento del coefficiente della riserva obbligatoria e il maggior interesse dei risparmiatori verso i titoli del Tesoro, sollecitato anche dal mantenimento di elevati tassi di interesse, hanno consentito di correggere nei primi mesi dell'anno l'accelerazione della base monetaria aggiustata e dei depositi bancari prodottasi nell'ultima parte del 1982.

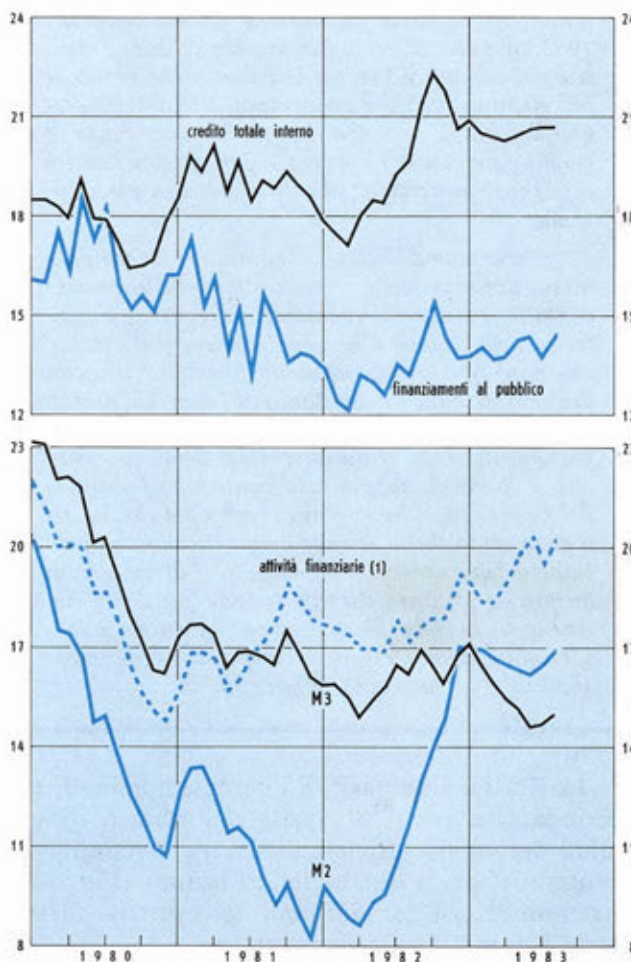
Gli alti tassi di interesse necessari per conseguire questo obiettivo hanno contribuito anche a contenere l'aumento dei finanziamenti al pubblico. Nei primi otto mesi questi finanziamenti sono aumentati del 12,5 per cento, cioè in misura compatibile con gli obiettivi per l'intero 1983 formulati dal CIPE all'inizio dell'anno (38.000 miliardi, pari ad un tasso di crescita del 14 per cento). Una politica monetaria più restrittiva avrebbe acuito la caduta dell'attività produttiva.

Come annunciato nell'ultima Relazione, la Banca d'Italia a metà anno non ha rinnovato il massimale sui prestiti bancari, la cui efficacia era andata declinando nel prolungato periodo di applicazione. L'uscita dal massimale è stata facilitata dal calo della domanda interna, dalla decelerazione dell'inflazione e dal miglioramento del saldo dei conti con l'estero. Per ridurre i rischi propri della fase successiva all'abolizione del massimale, e in particolare per evitare brusche variazioni dei tassi di interesse, la Banca d'Italia ha

Fig. 11

### Credito totale interno, finanziamenti al pubblico e attività finanziarie

(variazioni percentuali su 12 mesi)



(1) Attività finanziarie del pubblico sull'interno, al netto delle azioni, delle accettazioni e del deposito sui pagamenti all'estero.

instaurato un sistema di sorveglianza sugli impieghi bancari per il secondo semestre dell'anno in corso (cfr. riquadro). Anche nei confronti degli istituti di credito speciale è continuata l'azione di indirizzo dell'espansione degli impieghi, già condotta nella seconda metà del 1982.

**La sorveglianza sugli impieghi bancari**

L'azione di sorveglianza degli impieghi bancari che la Banca d'Italia ha avviato per il secondo semestre dell'anno si è articolata: a) nell'annuncio alle aziende di credito dell'obiettivo annuo di crescita degli impieghi in lire del sistema del 14 per cento rispetto alla consistenza di dicembre del 1982; b) nella istituzione di una segnalazione mensile dei prestiti in lire per le aziende che erano in precedenza sottoposte a massimale (circa 750 a giugno del 1983); c) nell'invito alle aziende stesse di comunicare con tempestività eventuali significative divergenze rispetto all'obiettivo indicato per il sistema.

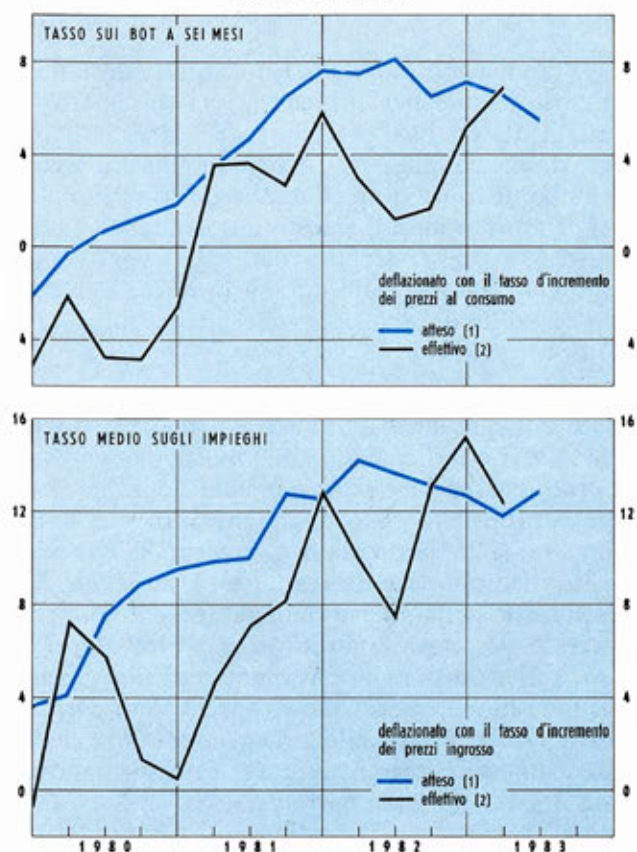
L'operazione, volta a garantire un'ordinata uscita dal massimale, è stata illustrata attraverso contatti diretti tra l'organizzazione centrale e periferica della Banca e le singole aziende di credito. Pur non avendo imposto limiti formali di crescita dei prestiti bancari, la Banca d'Italia ha chiesto alle aziende di credito di determinare il loro comportamento nella consapevolezza della necessità che, a livello di sistema, sia conseguito l'obiettivo del 14 per cento. Nella maggioranza dei casi i tassi d'incremento che le aziende hanno dichiarato di assumere come obiettivo interno non si discostano in misura significativa dal valore medio per il sistema. Ad agosto la consistenza degli impieghi sottoposti a sorveglianza era superiore a quella di dicembre 1982 del 14,3 per cento su base annua.

La flessione dei tassi di interesse nominali, assecondata ai primi di aprile dal ribasso di un punto del saggio ufficiale di sconto, è stata lievemente inferiore a quella dell'inflazione (Fig. 12). Il rendimento in termini reali delle attività finanziarie è quindi ancora aumentato.

Il differenziale tra il tasso di interesse sui BOT e quello sui depositi bancari si è ridotto, contribuendo a indebolire la domanda del pubblico di titoli a breve termine. Inoltre la differenza tra il tasso dei BOT e il rendimento atteso dei Certificati di credito del tesoro (CCT), determinata soprattutto dallo *spread* in favore di questi ultimi, è stata un elemento importante, in presenza di aspettative di inflazione decrescente, per lo spostamento della domanda verso questi titoli, al termine di un periodo di apprendimento delle loro

Fig. 12

**Tassi d'interesse reali (\*)**  
(valori percentuali)



(\*) Valori stimati dei tassi d'interesse al netto delle aspettative d'inflazione; dati dell'inizio del trimestre. — (1) Il deflatore è costituito dalla variazione attesa in ragione annua dei prezzi tra la media dei sei mesi terminanti all'inizio di ciascun trimestre e la media dei sei mesi successivi (elaborazione della Banca d'Italia su dati Mondo Economico). — (2) Il deflatore è costituito dalla variazione effettiva in ragione annua dei prezzi nel corso dei sei mesi successivi.

caratteristiche innovative. Il rendimento dei Buoni del Tesoro Poliennali (BTP), diminuendo in misura più contenuta dei tassi sui BOT, ha fatto assumere alla curva dei rendimenti una inclinazione positiva, che ha consentito una ripresa della domanda dei titoli a reddito fisso a medio termine.

Nei primi otto mesi del 1983 le sottoscrizioni nette da parte del pubblico di titoli a medio e a lungo termine hanno raggiunto circa 35.000 miliardi (di cui quasi 29.400 di CCT), pari al triplo di quelle effettuate nello stesso periodo dell'anno precedente.

Gli aggregati monetari hanno pertanto manifestato una tendenza al rallentamento; tuttavia nei mesi piú recenti l'aumento del fabbisogno pubblico e l'afflusso di valuta dall'estero si sono in parte riflessi, come effetto di breve periodo, in una rapida crescita dei depositi bancari. Negli otto mesi ad agosto, il tasso annuo di crescita della moneta (M2) è sceso al 13,3 per cento, come quello delle attività liquide (M3). Questa flessione nella crescita degli aggregati monetari non trova ancora riscontro nei tassi di aumento sui dodici mesi in conseguenza della forte espansione degli aggregati nell'ultima parte del 1982. La consistenza delle attività finanziarie si è accresciuta ad un tasso annuo del 21,6 per cento nei primi otto mesi, raggiungendo livelli molto alti in rapporto al reddito.

#### La regolazione della base monetaria

Nel primo semestre dell'anno gli interventi della banca centrale hanno consentito di ridurre la crescita della base monetaria aggiustata al 12,8 per cento annuo dal 14,7 del secondo semestre del 1982. Ancora piú rilevante è risultato il rallentamento delle riserve bancarie (Tav. 7). Secondo dati provvisori, a settembre i tassi d'incremento della base monetaria e delle riserve bancarie rispetto all'inizio dell'anno sarebbero entrambi risaliti al 13,6 per cento.

Tav. 7

#### Base monetaria e depositi bancari (variazioni percentuali in ragione annua) (\*)

V O C I	1982		1983	
	gen. giu.	anno	gen. giu.	gen. set.(1)
Base monetaria (2) (3) . . . . .	12,3	13,5	12,8	13,6
Riserve bancarie (3) . . . . .	13,2	14,4	12,7	13,6
Depositi bancari . . . . .	13,8	18,2	10,9	14,9
di cui: dell'economia . . . . .	13,6	18,6	9,6	12,9

(\*) A) netto della componente stagionale. — (1) Dati provvisori; il dato sui depositi dell'economia si riferisce al periodo gennaio-agosto. — (2) Al netto della raccolta postale. — (3) Dati aggiustati per la variazione del coefficiente di riserva obbligatoria e per il deposito infruttifero commisurato agli sconfinamenti dal massimale.

Il piú stretto controllo della base monetaria ha determinato condizioni tese della liquidità bancaria nel corso del primo trimestre. In alcuni casi le difficoltà che ne sono derivate sono state fronteggiate con la concessione, per importi assai elevati, di anticipazioni a scadenza fissa. Il rendimento delle vendite temporanee di titoli ha raggiunto un massimo a marzo (Tav. a23) in concomitanza col manifestarsi di tensioni sul mercato dei cambi. Dopo il riallineamento delle parità all'interno dello SME, i conti con l'estero hanno assunto un andamento favorevole e il controllo delle riserve bancarie ha potuto divenire meno stringente; anche per effetto del rinnovato interesse dei risparmiatori verso i titoli di Stato è ripresa la graduale riduzione dei tassi d'interesse sui BOT. Per favorire l'allungamento della scadenza media del debito pubblico sono stati ridotti maggiormente i rendimenti dei titoli di piú breve durata (Tav. a25). Nei mesi estivi la dilatazione del disavanzo del Tesoro e l'accelerazione degli aggregati monetari hanno indotto l'autorità monetaria ad arrestare il calo dei tassi.

Il saggio d'interesse sulle vendite temporanee di titoli ha seguito un andamento meno regolare, essendo queste operazioni legate a obiettivi di brevissimo periodo; esso è disceso fino al 14 per cento in agosto ed è poi risalito a settembre, quando si è reso necessario un piú stretto controllo sulle riserve bancarie anche per l'esaurirsi della fase stagionalmente favorevole dei conti con l'estero.

La composizione della base monetaria per canali di creazione si è modificata rispetto all'anno passato: nei primi nove mesi dell'anno l'afflusso di riserve valutarie, pari a 7.840 miliardi, è stato compensato per circa 2.300 miliardi da una distruzione di base attraverso i canali interni. Nello stesso periodo del 1982, attraverso i settori interni si era creata base monetaria per 5.600 miliardi (anche per effetto dell'estinzione del deposito pre-vio sui pagamenti con l'estero) che era stata compensata per 1.790 miliardi da deflussi di valuta.

La quota del fabbisogno del settore statale coperta attraverso collocamenti netti di titoli di Stato sul mercato, già elevata nei primi nove mesi del 1982 (90,2 per cento), è salita al 96,7 per cento (Tav. 8). Di questi collocamenti, quelli effettuati sul mercato primario sono aumentati, nei due periodi a confronto, dal 54 al 74 per cento.

**Finanziamento del Tesoro**  
*(miliardi di lire)*

Tav. 8

V O C I	1982		1983
	gen.-set.	anno	gen.-set. (*)
<b>Fabbisogno di cassa</b> .....	52.923	72.611	62.724
<b>Finanziamento sul mercato</b> ....	50.047	59.890	63.794
Titoli di Stato .....	47.714	52.401	63.910
BOT venduti con anticip.			
ex DM 27.9.74 (1) .....	29	-8	-3.230
Raccolta postale .....	-587	3.602	555
Debiti esteri .....	2.024	3.554	1.466
Altre operazioni .....	867	341	1.093
<b>Finanziamento con base monetaria (2)</b> .....	2.876	12.721	-1.070
Creazione diretta di liquidità ..	31	120	51
<b>Finanziamenti da BI-UIC</b> ....	2.845	12.601	-1.121
Titoli di Stato .....	-3.498	3.706	-3.907
all'emissione .....	18.478	32.659	15.076
mercato aperto .....	-21.976	-28.953	-18.983
BOT venduti con anticip.			
ex DM 27.9.74 (3) .....	-29	8	3.230
C/c di Tesoreria .....	5.226	6.598	-7.765
Altri (4) .....	1.146	2.289	7.321
<i>C/c di Tesoreria:</i>			
<i>limite massimo di indebitamento</i>	<i>30.068</i>	<i>29.620</i>	<i>36.381</i>
<i>marginie (+) e sconf. (-) di fine periodo</i> .....	<i>-470</i>	<i>-2.290</i>	<i>12.236</i>

(\*) Dati provvisori. — (1) Posta correttiva della voce Titoli di Stato. — (2) Al netto della raccolta postale. — (3) Posta correttiva della voce Titoli di Stato (mercato aperto). — (4) Da gennaio del 1983 comprende l'anticipazione straordinaria per 8.000 miliardi.

**L'attività degli intermediari finanziari**

Il tasso annuo di crescita dei depositi al netto della componente stagionale è calato dal 22,7 del secondo semestre del 1982 al 10,9 per cento nei primi sei mesi dell'anno in corso. La quota dei depositi nel portafoglio finanziario del pubblico, che era aumentata considerevolmente nella seconda metà del 1982, si è portata su valori inferiori a quelli medi dell'ultimo biennio. Tuttavia, come già ricordato, a giugno si è avuta un'accelerazione, proseguita in luglio e agosto, favorita dalla lentezza nella discesa dei tassi passivi.

Dall'inizio dell'anno ad agosto, mentre il tasso medio dei BOT si è ridotto di 1,7 punti, i rendimenti dei depositi bancari, al netto della ritenuta fiscale, sono diminuiti di circa 1 punto.

Più attive nella politica della raccolta sono state le aziende di piccole e di medie dimensioni, che hanno inteso anche costituirsi una riserva di liquidità in vista di una possibile espansione degli impieghi nel periodo successivo all'abolizione del massimale.

Un aspetto rilevante dell'andamento della raccolta è stato l'aumento dei depositi a risparmio (4.347 miliardi tra dicembre 1982 e agosto 1983, contro una diminuzione di 4.971 miliardi dei depositi in conto corrente) e lo sviluppo dei certificati di deposito. Per incoraggiare la diffusione di questi ultimi e indurre le aziende di credito a differenziare le varie forme di raccolta il CICR, nella riunione del 23 dicembre 1982, aveva aumentato al 9,5 per cento il rendimento della riserva versata a fronte dei certificati. Ad agosto la consistenza dei certificati di deposito aveva raggiunto i 3.100 miliardi. Sebbene 62 aziende abbiano effettuato collocamenti presso il pubblico, due terzi dei certificati sono stati emessi da tre sole banche.

La raccolta mediante operazioni pronti contro termine, che nel dicembre del 1982 ammontava a 4.186 miliardi di lire, si è ridotta in conseguenza dell'assoggettamento di queste operazioni all'obbligo di riserva. A marzo il loro ammontare è sceso a 1.527 miliardi per risalire poi a 2.200 miliardi ad agosto. Questa attività risultava poco concentrata a dicembre 1982, allorché ben 144 aziende avevano in essere operazioni della specie. Ad agosto il numero di aziende che ricorrevano ai pronti contro termine era sceso a 49, e l'ammontare di queste operazioni risultava fortemente concentrato.

Il rallentamento della raccolta nella prima parte dell'anno si è riflesso soprattutto in una più contenuta crescita del portafoglio titoli delle aziende di credito. In particolare, esse hanno disinvestito BOT e hanno concentrato i nuovi acquisti sulle scadenze medio-lunghe, riducendo il grado di liquidità del loro attivo.

Nei primi otto mesi dell'anno la crescita dei prestiti bancari è aumentata rispetto a quella dello stesso periodo del 1982 (14,3 rispetto all'8,3 per cento) nonostante la flessione dell'attività produttiva e l'aumento dei trasferimenti dello Stato alle



### Gli interventi della Banca d'Italia sul mercato monetario

*La Banca d'Italia a gennaio, per attenuare le tensioni provocate dal forte versamento di fondi a riserva obbligatoria, ha aumentato il portafoglio titoli, per poi ridurlo nei due mesi successivi con operazioni di mercato aperto (Tav. a21). Nei primi giorni di ogni mese, in connessione con i collocamenti di CCT sul mercato primario sono stati effettuati acquisti temporanei di titoli (Tav. a23 bis).*

*Nel secondo trimestre, dopo il riallineamento delle parità all'interno dello SME, la Banca d'Italia ha consentito che la liquidità salisse su livelli mediamente più elevati e che il tasso massimo applicato alle vendite temporanee scendesse di 1,75 punti percentuali. Ciò si è riflesso in una maggiore partecipazione delle banche alle aste dei BOT; in questo comparto gli acquisti netti all'emissione della Banca d'Italia si sono ridotti di oltre due terzi rispetto ai primi tre mesi dell'anno. L'introduzione, a maggio, delle aste competitive per i titoli a tre mesi ha avuto esito favorevole: le richieste delle aziende di credito e del pubblico hanno superato l'importo offerto e il tasso di aggiudicazione medio ponderato è stato del 17,6 per cento all'asta inframensile, quando la Banca d'Italia è risultata tra gli aggiudicatari, e del 17,3 a quella successiva (Tav. a22). Le cessioni di BOT a titolo definitivo sul mercato aperto nel trimestre sono ammontate a 4.671 miliardi, ivi incluse alcune vendite a fronte delle anticipazioni a tasso agevolato accordate ai sensi del DM 27.9.1974 in aprile e in giugno. In giugno inoltre, quando l'emissione di CCT è stata limitata a 3.500 miliardi per il raggiungimento dei limiti previsti dallo stanziamento di bilancio per il pagamento di interessi, la Banca d'Italia ha fatto fronte alla domanda rimasta insoddisfatta con la cessione di circa 1.800 miliardi di titoli della specie dal proprio portafoglio. La relativa abbondanza di liquidità ha provocato, intorno alla metà del mese, alcune cadute momentanee del tasso applicato sulle vendite temporanee (Tav. a23).*

*Nei primi giorni di luglio i collocamenti netti di CCT alle banche e al pubblico hanno superato i 6.300 miliardi; l'impatto sulla liquidità è stato attenuato da alcuni acquisti temporanei di titoli e dal mancato rinnovo delle vendite con patto di riacquisto venute a scadenza. Gli investimenti netti alle aste dei BOT si sono mantenuti al di sotto del livello medio rilevato nel trimestre precedente. Alle vendite della Banca d'Italia sul mercato aperto, concentrate nei giorni immediatamente successivi alle aste, sono stati applicati tassi penalizzanti rispetto ai rendimenti prevalsi sul mercato primario. Gli*

*acquisti netti all'emissione si sono riflessi in un aumento del portafoglio dell'Istituto di quasi 700 miliardi.*

*All'inizio di agosto, i collocamenti netti di CCT sono stati di 6910 miliardi: la situazione di liquidità delle aziende di credito nella prima quindicina del mese ha richiesto, oltre che la concessione di anticipazioni a scadenza fissa, l'acquisto di titoli a pronti contro rivendita a termine per 1.500 miliardi. I BOT rimborsati al sistema hanno superato di oltre 2.100 miliardi le nuove emissioni. Sebbene gli acquisti netti della Banca d'Italia sul mercato primario siano stati rilevanti (5.392 miliardi), il portafoglio dell'Istituto ha subito una modesta riduzione; le forti vendite a carattere definitivo (3.344 miliardi, di cui circa 800 rappresentati da CCT) hanno mirato anche a riassorbire la liquidità liberata dall'estinzione del deposito infruttifero a fronte degli sconfinamenti dal massimale nella seconda quindicina. La relativa abbondanza di riserve libere nell'ultima settimana del mese si è tradotta in una riduzione del tasso applicato alle operazioni temporanee di vendita di quasi un punto percentuale rispetto alle operazioni di questo tipo effettuate alla fine del mese prima.*

*In settembre i collocamenti netti di CCT (9.200 miliardi) hanno superato, da soli, il fabbisogno dell'intero mese. Nonostante il rientro di alcune operazioni temporanee di vendita, le condizioni di liquidità delle banche hanno reso necessaria la concessione di anticipazioni a scadenza fissa nella prima settimana del mese. Nelle due settimane successive le riserve libere sono aumentate, inducendo la Banca d'Italia a riprendere le vendite temporanee; il tasso applicato alle operazioni è aumentato di quasi un punto percentuale, invertendo la tendenza al declino avviatasi all'inizio del secondo trimestre. Le vendite a carattere definitivo sul mercato aperto (2.616 miliardi) sono avvenute prevalentemente nel comparto dei BOT. Sebbene la Banca d'Italia abbia rifinanziato con operazioni temporanee per oltre 650 miliardi gli acquisti di BOT da parte delle aziende di credito, gli investimenti netti del sistema nel mese sono stati esigui.*

*La situazione di liquidità delle banche è divenuta nuovamente tesa all'inizio di ottobre, quando i collocamenti netti di CCT e di BTP hanno superato gli 11.000 miliardi; la Banca d'Italia ha consentito dilazioni per il regolamento dei titoli, concesso anticipazioni a scadenza fissa per oltre 3.700 miliardi, e lasciato scadere le vendite temporanee in essere alla fine del mese prima. La liquidità è rimasta tuttavia su livelli estremamente bassi.*

imprese (Tav. 9). La maggiore crescita degli impieghi bancari sembra dovuta soprattutto al minore ricorso ad altri canali di finanziamento, dato il progressivo allentarsi del vincolo del massimale (a giugno si aveva un margine inutilizzato di circa 600 miliardi; Tav. 10). Dall'analisi degli impieghi per settori di destinazione risulta evidente la sostituzione dei prestiti degli istituti di credito speciale con quelli bancari. Gli incrementi maggiori si sono avuti per le imprese finanziarie e per quelle di *leasing* e di *factoring*, che nei periodi di restrizione del massimale avevano accresciuto maggiormente l'indebitamento con gli ICS. Le aziende di credito hanno dato notevole impulso anche ai prestiti alle grandi imprese, pubbliche e private, che negli ultimi due anni avevano fatto largo ricorso agli istituti di credito speciale e al mercato obbligazionario.

Tav. 9

**Prestiti degli intermediari finanziari**  
(variazioni percentuali in ragione annua) (\*)

V O C I	1981	1982		1983 gen.-ago.
		gen.-ago.	anno	
Prestiti bancari (1) (2) . . . . .	10,2	8,3	9,8	14,3
in lire (1) . . . . .	13,0	8,6	11,8	11,9
in valuta (2) . . . . .	-11,3	1,0	-5,4	28,6
Prestiti degli ICS (3) . . . . .	21,1	18,8	17,9	10,7

(\*) Al netto della componente stagionale; i prestiti bancari nel 1981 e nei primi otto mesi del 1982 sono valutati al netto del finanziamento del deposito previsto. — (1) Sono compresi gli investimenti in accettazioni bancarie e i prestiti consolidati in titoli di Stato a lungo termine. — (2) Al netto degli aggiustamenti di cambio. — (3) Prestiti sull'interno al lordo dei consolidamenti ed escluso il finanziamento ammessi (dal dicembre 1981 escluso solo il finanziamento ammessi obbligatori).

In connessione con il venir meno del massimale si è avuta a luglio una forte accelerazione degli impieghi, attribuibile anche al prefinanziamento di trasferimenti statali a imprese pubbliche. I dati di agosto indicano tuttavia un ritorno a tassi di crescita più moderati.

La diminuzione dei tassi attivi (1,9 punti per il tasso minimo e 1,3 per quello «normale» tra dicembre 1982 e agosto 1983) è stata più accentuata di quella dei tassi sulla raccolta e in linea con la flessione del rendimento dei BOT (Fig. 13). La caduta dell'attività produttiva si è riflessa in un aumento dei prestiti in sofferenza che alla fine di agosto hanno raggiunto il 6,6 per cento degli impieghi, livello superiore di un punto a quello medio del 1982.

Tav. 10

**Massimale sugli impieghi bancari**  
(variazioni percentuali; miliardi di lire)

DATA	Impieghi soggetti a vincolo		Margini (-) sconfinamenti (+) (2)	Impieghi in valuta (3)
	incremento massimo consentito (1)	incremento effettivo (1)		
1982 — giugno . . . . .	13,6	13,6	-22	1.040
luglio . . . . .	16,7	16,6	-127	795
agosto . . . . .	16,8	16,3	-567	-122
settembre . . . . .	16,9	16,0	-950	-42
ottobre . . . . .	21,0	18,8	-2.378	-137
novembre . . . . .	21,1	20,2	-920	-588
dicembre . . . . .	27,2	26,6	-659	-424
1983 — gennaio . . . . .	26,3	26,8	575	716
febbraio . . . . .	27,3	26,3	-1.127	105
marzo . . . . .	27,4	27,9	472	796
aprile . . . . .	28,5	28,7	258	1.317
maggio . . . . .	27,6	28,2	631	1.762
giugno . . . . .	29,7	29,1	-606	154

(1) Incrementi percentuali rispetto alla base del provvedimento, rappresentata dalla consistenza degli impieghi soggetti a massimale al 31 dicembre 1980 al netto degli sconfinamenti in essere a quella data. — (2) Differenza in miliardi di lire tra la consistenza effettiva degli impieghi soggetti a massimale e il credito massimo consentito. — (3) Variazioni assolute in miliardi di lire al netto degli aggiustamenti di cambio.

La decelerazione dell'attività degli istituti di credito speciale iniziata nella seconda parte del 1982, dopo una fase di forte crescita, è continuata nell'anno in corso: nel periodo tra gennaio e agosto gli impieghi sull'interno sono cresciuti ad un tasso annuo del 10,7 per cento (18,8 per cento nei primi otto mesi del 1982). Tale evoluzione è da attribuire al rallentamento del credito mobiliare, che si è sviluppato ad un tasso annuo del 5,5 per cento (22,4 per cento nei primi otto mesi del 1982), mentre negli altri comparti gli istituti hanno svolto un volume di intermediazione simile o superiore a quello dell'anno precedente.

L'andamento degli impieghi a medio termine degli istituti mobiliari è da porre prevalentemente in connessione con quello cedente degli investimenti. La componente a tasso di mercato ha maggiormente risentito della fase congiunturale. Si è, tuttavia, ridotto anche il tasso di cre-

## La regolamentazione delle emissioni dei valori mobiliari

*Al fine di assicurare un'evoluzione ordinata del mercato finanziario, le emissioni di valori mobiliari sono regolamentate, al pari di quanto avviene in molti altri paesi. Il controllo sull'emissione riguarda a seconda dei casi: a) la quantità; b) le condizioni (rendimento effettivo, tasso nominale, modalità di indicizzazione, ecc.); c) i tempi di realizzazione.*

*Fatte salve le competenze della Commissione nazionale per le società e la borsa, e quelle dell'Autorità giudiziaria, qui di seguito si riportano sinteticamente le principali caratteristiche dei controlli spettanti alle autorità monetarie e valutarie sulle più rilevanti forme di raccolta di fondi, così come risultano anche dalla prassi applicativa delle leggi.*

### Titoli di Stato

*La loro emissione è prevista dalla legge; pertanto non è soggetta ad autorizzazione.*

### Azioni, obbligazioni e altri valori mobiliari

#### 1) Emissione da parte di enti non creditizi

*Sono assoggettate all'autorizzazione da parte della Banca d'Italia, indipendentemente dall'importo dell'operazione, allorché ricorra una delle seguenti condizioni (artt. 2 e 45 della legge bancaria):*

- l'emissione sia realizzata a mezzo di aziende di credito;
- i relativi titoli si vogliano ammettere alle quotazioni di borsa o del mercato ristretto dei valori mobiliari;
- si tratti di nuove emissioni di titoli già quotati in borsa o nel mercato ristretto.

#### 2) Emissione da parte di istituzioni creditizie nell'attività di raccolta di risparmio per l'esercizio del credito

- a) *obbligazioni degli istituti di credito speciale: l'emissione è soggetta ad approvazione della Banca d'Italia (art. 44 l.b.) anche nel caso di collocamento sui mercati esteri e internazionali;*
- b) *buoni fruttiferi e certificati di deposito degli istituti di credito speciale: l'emissione è soggetta ad autorizzazione del CICR che può essere rilasciata anche con provvedimento generale (art. 10 legge n. 23 del 1981); per la regolamentazione vigente si rinvia a pag. 45.*

*Ferma restando l'autorizzazione della Banca d'Italia è, inoltre, necessaria l'autorizzazione del Ministro del tesoro di concerto con il Ministro dell'industria e commercio, sentito il CICR, ai sensi della legge 3 maggio 1955 n. 428 e successive modificazioni, nei seguenti casi:*

- *emissioni azionarie non gratuite di importo complessivo superiore a 5 miliardi di lire: a tale scopo si sommano le emissioni effettuate nell'ultimo esercizio e non si tiene conto degli aumenti di capitale per reintegrazione di perdite;*

- *emissione di obbligazioni di importo complessivo superiore a 5 miliardi di lire: a tale scopo si sommano le emissioni effettuate nell'ultimo esercizio.*

### Emissioni all'estero di obbligazioni da parte di residenti.

*Sono soggette ad autorizzazione del Ministro del tesoro, di concerto con il Ministro del commercio estero, sentita la Banca d'Italia (art. 13 del D.L. 6 giugno 1956 n. 476 e art. 46 l.b.).*

### Collocamento in Italia di titoli esteri.

*È soggetto ad autorizzazione del Ministro del commercio con l'estero, sentita la Banca d'Italia (art. 13 D.L. 6 giugno 1956, n. 476, e art. 46 l.b.).*

### Quote di fondi comuni di investimento mobiliare aperti di diritto italiano

*Possono essere emesse liberamente dalle società di gestione autorizzate dal Ministro del tesoro, sentita la Banca d'Italia; quest'ultima, in casi eccezionali attinenti al mercato finanziario, può sospendere o limitarne temporaneamente l'emissione (legge 23 marzo 1983, n. 77).*

### Valori mobiliari cosiddetti atipici ed esteri

*L'art. 11 della legge 23 marzo 1983, n. 77 stabilisce che le emissioni di valori mobiliari da collocare anche indirettamente mediante offerta al pubblico e le offerte in Italia di valori mobiliari esteri devono essere comunicate alla Banca d'Italia, che può stabilire, con decreto motivato, l'ammontare massimo dell'emissione o dell'offerta. Tale potere va esercitato con riferimento alle esigenze di controllo della quantità e della composizione dei flussi finanziari, conformemente alle direttive generali stabilite dal CIPE e dal CICR.*

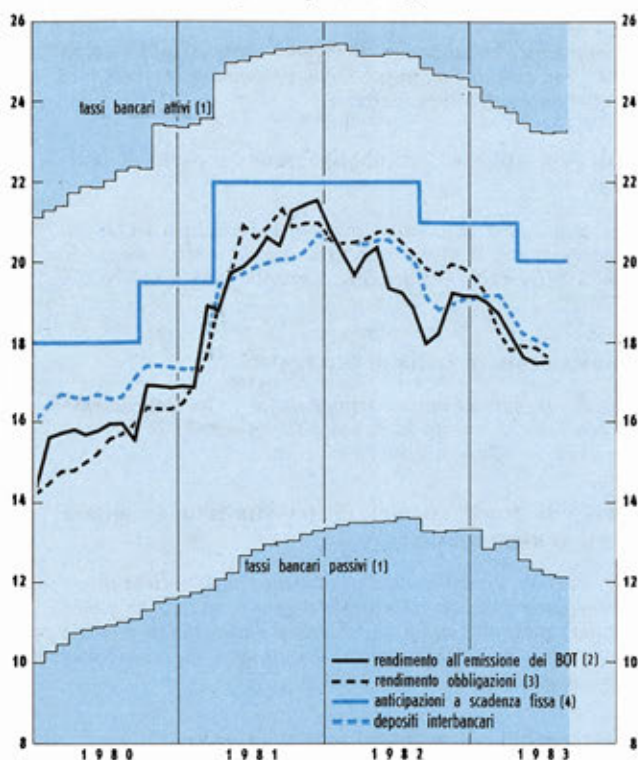
*Il Ministro del tesoro ha adottato, con procedura d'urgenza, il provvedimento di competenza del CICR (DM 8 settembre 1983 in G.U. n. 258 del 20 settembre 1983). In particolare è stato previsto che:*

- *la Banca d'Italia accerterà preliminarmente che i titoli oggetto della comunicazione rientrano tra quelli previsti dall'art. 11 della legge n. 77 del 1983;*
- *qualora l'emissione sia tale, a ragione della quantità e/o delle caratteristiche, da incidere negativamente sull'equilibrio del mercato finanziario, la Banca d'Italia provvederà a ridurre l'ammontare in misura tale da minimizzarne gli effetti indesiderati.*

*L'attuale disciplina non elimina, peraltro, gli aspetti specequativi che caratterizzano tale settore nei confronti di quello dei titoli tradizionali. Sono in corso iniziative allo scopo di pervenire in sede legislativa ad una maggiore omogeneità dei controlli sulle emissioni dei valori mobiliari.*

Fig. 13

### Tassi d'interesse (valori percentuali)



(1) Tassi normali tratti dalle segnalazioni decedali (cfr. in Appendice la Tav. a25). — (2) Media ponderata dei rendimenti dei BOT a tre, sei e dodici mesi. — (3) Rendimento medio nel mercato secondario delle obbligazioni degli istituti di credito mobiliare. — (4) Tasso massimo.

scita del credito agevolato; in particolare, quello alle esportazioni di beni di investimento ha avuto un forte rallentamento dovuto all'andamento della domanda mondiale e ai rischi derivanti dalla situazione debitoria di alcuni paesi in via di sviluppo.

I prestiti con scadenza fino a 18 mesi erogati dagli istituti mobiliari, che erano forte-

mente cresciuti nei momenti di maggiore efficacia del massimale, hanno mostrato nel primo semestre di quest'anno una diminuzione in valore assoluto.

L'andamento del credito speciale nel corso dell'anno mostra una crescita particolarmente modesta nel primo bimestre, anche per fenomeni di blocco delle erogazioni connessi con l'aggravio dell'imposta sostitutiva sui prestiti a medio e lungo termine, ridimensionato a partire da marzo. Nei mesi successivi, con l'eccezione di luglio, si è avuta una leggera ripresa degli impieghi.

La raccolta degli istituti di credito speciale nella prima parte dell'anno è risultata modesta in rapporto a quella realizzata nello stesso periodo del 1982 principalmente a causa della fine del regime transitorio di detassazione degli interessi sui titoli a medio e lungo termine. Dato il forte rallentamento degli impieghi, il volume della provvista è stato però sufficiente a mantenere le disponibilità liquide degli istituti, anche in rapporto agli impegni stipulati da erogare, su livelli elevati, anche se inferiori a quelli raggiunti nell'ultimo mese di vigenza della ricordata esenzione fiscale. Le emissioni obbligazionarie nette sono ammontate nei primi otto mesi a 1.486 miliardi, contro 4.808 nel corrispondente periodo del 1982; in particolare, mentre le obbligazioni degli istituti mobiliari sono diminuite di oltre 1.100 miliardi, quelle degli altri comparti sono aumentate grazie anche al sostegno fornito dal vincolo di portafoglio. La crescita dei certificati di deposito si è ridotta (1.301 contro 5.696 miliardi); la raccolta ottenuta con questo strumento si è peraltro mantenuta sui livelli di quella obbligazionaria. L'aumento dei fondi pubblici e dei prestiti esteri ha accentuato la diversificazione delle fonti di provvista degli istituti di credito speciale.

## G l o s s a r i o

### Attività finanziarie

*Attività sull'interno: biglietti, monete, depositi in conto corrente e a risparmio, titoli a breve termine, titoli a lungo termine (di Stato, obbligazioni), azioni.*

*Attività sull'estero: mutui, titoli e altri crediti*

### Attività liquide

*M1 (liquidità primaria): biglietti di banca, biglietti e monete di Stato, conti correnti bancari e postali (questi ultimi al netto dei conti correnti di «servizio») e depositi a vista presso il Tesoro*

*Liquidità secondaria: depositi a risparmio bancari e postali*

*M2: liquidità primaria e liquidità secondaria*

*M3: liquidità primaria, liquidità secondaria e buoni ordinari del Tesoro*

### Base monetaria

*Biglietti della Banca d'Italia, biglietti e monete del Tesoro*

*Depositi a vista presso la Banca d'Italia, il Tesoro, la Cassa DD.PP.*

*Depositi postali*

*Margine disponibile in conto anticipazione ordinaria con la Banca d'Italia (quota non utilizzata del credito aperto)*

*Voci minori (finanziamento ammassi obbligatori, attività sull'estero per la quota liberamente convertibile in lire)*

### Certificati di deposito

*I certificati di deposito sono titoli, al portatore o nominativi, rappresentativi di depositi a scadenza vincolata. Possono essere emessi da istituti di credito speciale (L. n. 23 del 10 febbraio 1981 e DM del 23 dicembre 1981) o da aziende di credito (DM 28 dicembre 1982).*

### Crediti sull'interno delle aziende di credito

*Impieghi in lire e in valuta sull'interno*

*Investimenti in accettazioni bancarie*

*Investimenti in buoni ordinari del Tesoro (esclusi quelli a riserva obbligatoria esistenti fino a febbraio 1976)*

*Investimenti in titoli a medio e a lungo termine*

### Credito totale interno

*Impieghi delle aziende di credito in lire e in valuta, al netto dei finanziamenti del deposito previo in valuta, impieghi degli istituti di credito speciale, emissioni di obbligazioni da parte delle imprese e degli enti territoriali, fabbisogno interno del settore statale (Tesoro, Cassa DD.PP., Cassa*

*per il Mezzogiorno e aziende autonome) al netto dei finanziamenti del Tesoro alle istituzioni creditizie*

### Economia

*Famiglie, enti morali e imprese*

### Liquidità delle aziende di credito

*Base monetaria detenuta liberamente dalle aziende di credito*

### Operazioni pronti contro termine

*Le operazioni «pronti contro termine» consistono nella vendita di titoli «a pronti» da parte di un soggetto ad un altro e nel contestuale acquisto «a termine» degli stessi titoli da parte del cedente*

### Operazioni temporanee in titoli della Banca d'Italia

*Gli «acquisti temporanei» consistono in un acquisto di titoli effettuato dalla Banca d'Italia e in un contestuale impegno del venditore a riacquistare gli stessi titoli a un prezzo prefissato e a una data prestabilita; l'effetto sulla base monetaria è quindi analogo a quello di un'anticipazione a scadenza fissa. Le «vendite temporanee» sono operazioni nelle quali la Banca d'Italia si pone inizialmente come venditrice e l'acquirente dei titoli si impegna a rivenderli ad essa a scadenza; esse hanno quindi un effetto temporaneamente restrittivo sulla base monetaria. La durata è variabile e il tasso dell'operazione è determinato con un procedimento di asta competitiva.*

### Pubblico

*Economia ed enti dell'Amministrazione pubblica non compresi nel settore statale*

### Riserve bancarie

*Riserve libere (liquidità)*

*Riserve vincolate: riserva obbligatoria e cauzione assegni, deposito infruttifero commisurato allo sconfinamento del massimale*

### Settore pubblico

*Stato, Cassa DD.PP., Aziende autonome statali, altri enti e gestioni dell'Amministrazione centrale, Amministrazione locale ed Enti di previdenza*

### Settore statale

*Stato, Cassa DD.PP., Aziende autonome statali e Cassa per il Mezzogiorno*

## Le prospettive a breve termine

### Lo scenario internazionale

L'attuale panorama economico mondiale presenta segni di miglioramento, pur continuando a essere contraddistinto da incertezze e tensioni. La ripresa dell'attività economica ripetutamente differita nelle previsioni sul 1982 si è realizzata nell'area nord-americana e in Giappone, mentre le prospettive di crescita dell'area europea, per quanto ancora modeste, appaiono migliori del passato.

Secondo recenti valutazioni, negli Stati Uniti il reddito reale potrebbe crescere nel corso del 1983 a un tasso percentuale (6-6,5) considerevolmente superiore a quello previsto fino a qualche mese fa; i dati indicano, inoltre, che la ripresa è diffusa in gran parte dei settori produttivi. Alcuni dubbi sul consolidamento della fase ascendente derivano, tuttavia, dalla composizione della domanda aggregata. In presenza di un'evoluzione del consumo che dovrebbe continuare a risentire del favorevole andamento del reddito disponibile, la ripresa della domanda d'investimento potrebbe essere condizionata negativamente dal livello dei tassi d'interesse. Sebbene il costo effettivo del finanziamento degli investimenti possa risultare, per effetto della normativa fiscale e dell'apporto dei fondi di rischio, sostanzialmente più basso di quanto indicato dai livelli dei tassi nominali e reali, questi ultimi appaiono superiori a quelli prevalenti nelle precedenti fasi di ripresa. La domanda di fondi da parte del settore pubblico continua, d'altra parte, ad essere elevata e può entrare in conflitto con quella del settore privato. Una riduzione dei tassi d'interesse americani trova, inoltre, limiti nelle preoccupazioni di un riaccendersi dell'inflazione interna.

L'effetto positivo sul valore esterno del dollaro di un alto livello dei tassi d'interesse dovrebbe essere controbilanciato da altri fattori, che già dal mese di settembre sembrano aver contribuito al deprezzamento di questa moneta nei confronti delle principali valute. Per quanto i tradizionali schemi analitici si siano dimostrati non del tutto adeguati a interpretare l'andamento del dollaro, è ragionevole ritenere che la dimensione prevista del disavanzo commerciale e di quello delle

partite correnti (secondo l'OCSE, nel 1984, essi dovrebbero ammontare, rispettivamente, a 110 e 80 miliardi di dollari) possa riflettersi negativamente sul valore della moneta americana. Qualora ciò permettesse agli altri paesi industriali di realizzare condizioni monetarie meno restrittive, ne deriverebbe un consolidamento della ripresa e degli scambi mondiali.

Nell'ipotesi consueta di politiche economiche immutate e di tassi di cambio costanti, il commercio internazionale, secondo stime del FMI, dovrebbe crescere nel 1984 del 4,5 per cento. Mentre l'andamento futuro degli scambi all'interno dell'area dei paesi industriali giustifica questa ottimistica previsione, il contributo dei paesi in via di sviluppo appare incerto, tenuto conto che la capacità di spesa di questo gruppo di paesi dipenderà dall'evoluzione dei tassi d'interesse, dalle quotazioni delle materie prime, nonché dalla disponibilità di adeguati flussi di finanziamento esterno. In questo quadro, il contributo degli organismi finanziari internazionali appare cruciale ed è indispensabile che tutti i paesi ratifichino al più presto l'incremento delle quote per permettere al FMI di continuare la sua attività. Non meno importante è il compito delle istituzioni private che sembrano attualmente, pur con qualche eccezione, più disponibili ad accogliere le domande di prestito provenienti dai paesi in via di sviluppo. Il soddisfacimento del fabbisogno finanziario estero di alcuni di essi — dove permangono gravi tensioni — potrà, tuttavia, richiedere iniziative specifiche concordate con gli organismi internazionali.

### Gli andamenti congiunturali più recenti in Italia e il preconsuntivo sul 1983

Dall'inizio del terzo trimestre numerosi indicatori sembrano segnalare per l'economia italiana un arresto della fase di flessione dell'attività produttiva e sintomi di una imminente, anche se modesta, ripresa ciclica. Quest'ultima si accompagnerebbe all'esaurirsi del processo di decelerazione del tasso d'inflazione e a contenuti squilibri della bilancia dei pagamenti di parte corrente.

Nel bimestre luglio-agosto la produzione industriale, su base destagionalizzata, ha presentato una variazione positiva rispetto a giugno e alla media dei tre mesi precedenti (2 e 2,5 per cento rispettivamente); nel corso dell'estate un continuo, lento miglioramento delle prospettive a breve termine delle imprese si è associato a riduzioni delle giacenze di prodotti finiti; nello stesso periodo i nuovi ordinativi affluiti al settore industriale sono cresciuti per effetto di una più favorevole tendenza degli ordini dall'estero, mentre dall'interno la flessione degli ordini sembra essersi fermata (Fig. 8); all'inizio di ottobre il risultato del sondaggio trimestrale sulle aspettative degli operatori compiuto da Mondo Economico indica che ci sono attese favorevoli sulla crescita delle esportazioni e dei consumi non durevoli.

Le partite correnti della bilancia dei pagamenti valutaria hanno presentato in settembre un saldo negativo di ampiezza limitata, mentre le prime parziali indicazioni relative al costo della vita nel mese di ottobre, pur se influenzate in larga misura dall'entrata a regime dell'equo canone, indicano un tasso d'inflazione a distanza di dodici mesi sostanzialmente analogo a quello dei due mesi precedenti.

L'analisi condotta sulla base delle informazioni più recenti conferma in gran parte le valutazioni implicite nel quadro macroeconomico formulato dall'Istat intorno alla metà di settembre circa l'andamento del tasso d'inflazione, del saldo della bilancia dei pagamenti e dei profili ciclici della produzione e delle componenti di domanda nel secondo semestre del 1983. Tale preconsuntivo sconta, infatti, un rilevante ricupero di attività produttiva nella seconda metà dell'anno trascinato dalle esportazioni e dai consumi privati che, qualora si verificasse, porterebbe a una variazione negativa del prodotto interno lordo dell'1,2 per cento nella media dell'anno.

Circa l'andamento della domanda interna, gli investimenti fissi lordi proseguirebbero la fase discendente sia nel comparto delle costruzioni sia in quello degli impianti e dei mezzi di trasporto, con una variazione negativa del 5,8 per cento nella media del 1983. Per i consumi privati, dopo l'accentuata flessione dei primi due trimestri, gli effetti del rinnovo dei principali contratti di lavoro pubblici e privati, della diminuzione del prelievo fiscale netto, nonché quelli, sfasati, del continuo accrescersi della ricchezza finanziaria delle fami-

glie dovrebbero tradursi in impulsi di segno opposto rispetto a quelli derivanti dal continuo peggioramento delle condizioni del mercato del lavoro. Nella media dell'anno la diminuzione prevista dei consumi dello 0,8 per cento risulterebbe minore rispetto a quella del reddito disponibile delle famiglie, con un conseguente aumento della propensione media al consumo.

Tav. 11

**Consuntivo, preconsuntivo e scenario  
programmatico dell'economia italiana**

VOCI	1982	1983 (1)	1984 (2)
<i>(variazioni percentuali)</i>			
<b>Indicatori reali</b>			
Prodotto interno lordo .....	-0,3	-1,2	2,0
Domanda interna .....	-0,2	-1,7	0,9
Bilancia reale (3) .....	-0,8	1,5	3,6
<b>Deflatori</b>			
Prodotto interno lordo .....	17,5	15,2	10,0
Consumi privati .....	16,7	15,0	10,5
Ragioni di scambio (3) .....	3,3	2,0	(-0,6)
<i>(rapporti percentuali)</i>			
<b>Saldi / PIL</b>			
Saldo corr. con l'estero (FMI) .	-1,6	-0,5	(0,3)
Saldo corrente della P.A. ....	-6,7	-6,5	....
Saldo globale della P.A. (4) ...	-11,9	-12,2	....
Fabbisogno del settore statale .	-15,3	-16,8	-15,1

(1) Preconsuntivo Istat. — (2) Relazione previsionale e programmatica. I dati tra parentesi sono elaborazioni interne, basate su informazioni parziali ricavate dalla RPP. — (3) Variazione percentuale dell'indice calcolato come rapporto tra i numeri indici delle quantità (deflatori) delle esportazioni e delle importazioni di contabilità nazionale. — (4) Indebitamento netto.

Le esportazioni a prezzi costanti, in lenta crescita dall'inizio del 1983, presentano, sempre secondo le valutazioni del preconsuntivo dell'Istat, un'accelerazione nella seconda metà dell'anno, in sincronia con l'andamento atteso della domanda mondiale, con risultati medi peraltro modesti (aumento dell'1,4 per cento); il lento ricupero dell'attività produttiva della seconda metà del 1983 trova riscontro in un aumento delle quantità importate che, nella media dell'anno, mostrano ancora una variazione leggermente negativa (-0,5 per cento). Il miglioramento della bilancia reale e delle ragioni di scambio consentirebbe di ridurre sensibilmente il deficit delle partite correnti: in rapporto al prodotto interno lordo esso diminuirebbe dall'1,6 del 1982 allo 0,5 per cento (Tav. 11).

### L'accordo del 22 gennaio: punti controversi e incertezze applicative

Il protocollo d'intesa del 22 gennaio ha fissato: a) l'importo del nuovo punto di contingenza, b) i limiti agli aumenti retributivi connessi ai rinnovi, c) le riduzioni di orario. Per molteplici aspetti legati all'obiettivo-vincolo del contenimento dell'inflazione e alla riforma della disciplina del mercato del lavoro (di cui qui non si farà cenno) si rilevano tuttavia elementi di incertezza e di differimento delle soluzioni.

1) Una prima controversia, sorta già all'indomani della firma dell'accordo, riguarda il trattamento dei decimali nel calcolo dei punti di scala mobile. Le due interpretazioni coincidono solo all'atto della prima applicazione del calcolo (febbraio 1983); nei periodi successivi, l'ipotesi della Confindustria comporta, in linea teorica, un abbattimento di mezzo punto a trimestre e quindi di due punti all'anno rispetto a quella sostenuta dalle organizzazioni sindacali.

In termini di incremento percentuale delle retribuzioni, la differenza tra le due ipotesi non è fissa, ma tende a ridursi nel tempo con il progressivo allontanarsi dell'indice dalla base 100 (con indice 400, ad esempio, due punti assoluti equivalgono a mezzo punto percentuale). Considerando nel 1984 un profilo di scala mobile congruente con la crescita dei prezzi indicata nella Relazione previsionale e programmatica, l'eliminazione di due punti nei trimestri centrali dell'anno darebbe luogo a una diminuzione di circa mezzo punto percentuale della retribuzione lorda per dipendente nell'industria in senso stretto.

2) L'accordo individua due variabili, i cui effetti potrebbero essere attenuati o eliminati sul calcolo dell'indennità di contingenza: le modifiche nelle imposte indirette e l'apprezzamento del dollaro rispetto alla media ponderata delle valute della Comunità europea. In entrambi i casi non vi è alcuna regola applicativa, giacché l'operatività è sempre soggetta a un previo incontro e quindi ad una «verifica» tra le parti sociali.

Circa le imposte indirette, il protocollo d'intesa ne circoscrive l'ambito «ai fini di un accorpamento delle aliquote e di una loro razionalizzazione». Sembrerebbero esclusi, pertanto, sia inasprimenti generalizzati dell'IVA, sia variazioni delle accise specifiche (imposte di fabbricazione, di consumo, ecc.).

Attualmente l'incidenza media dell'IVA sul paniere dell'indice sindacale è pari al 7,6 per cento; pertanto un accorpamento delle aliquote che ne elevi il livello medio di 1 punto si tradurrebbe, nell'ipotesi di traslazione completa dell'imposta, in un aumento dell'indice sindacale dello 0,93 per cento (108,6/107,6). Sui panieri dei prezzi al consumo e del costo della vita l'aliquota media è rispettivamente del 10,5 e 10,7 per cento, risultando più rappresentativa del livello di imposta gravante sul complesso delle transazioni di beni e servizi.

Secondo il protocollo, la clausola di rivalutazione del dollaro viene presa in considerazione, a fine anno, solo se l'inflazione effettiva supera quella programmata; ciò esclude compensazioni di segno opposto, qualora la moneta statunitense si fosse deprezzata.

In assenza di regole applicative della eventuale correzione da apportare alla dinamica salariale (ponderazione della rivalutazione per la quota delle importazioni, totali o intermedie, sul PIL; considerazione del contenuto totale di importazione dei consumi dalla tavola intersettoriale; semplice sterilizzazione di alcune voci dell'indice; ecc.), è prematuro procedere a valutazioni numeriche. Occorre tuttavia notare, sulla base dell'esperienza dell'ultimo quinquennio, che l'evoluzione del dollaro nei confronti dell'ECU (intendendo per esso la media delle valute CEE) ha seguito molto più da vicino l'andamento del cambio con il marco che non quello nei confronti della lira.

#### Evoluzione del cambio del dollaro (variazioni percentuali annue)

ANNI	Rispetto a:		
	ECU	marco tedesco	lira
1979 .....	-7,1	-8,7	-2,1
1980 .....	-1,4	-0,9	2,9
1981 .....	25,2	24,6	33,0
1982 .....	13,5	7,3	18,9
1983 (1) .....	9,3	4,1	11,2

(1) Primi nove mesi del 1983 sul corrispondente periodo del 1982.



Minori appaiono i progressi compiuti nel rallentamento del tasso d'inflazione: per i prezzi impliciti dei consumi privati interni l'aumento previsto nella media del 1983 è del 15 per cento (16,7 per cento nel 1982), con un livello di fine anno superiore di circa il 13,5 per cento a quello del corrispondente periodo dell'anno precedente. Rimane elevato il potenziale inflazionistico presente nel sistema economico: a fronte di una crescita dei prezzi dei prodotti manufatti del 10 per cento, il costo del lavoro per occupato, nell'industria in senso stretto, potrebbe salire del 15,5 per cento

Tav. 12

**Attività finanziarie del pubblico e contropartite (1)**  
(variazioni in miliardi di lire)

Attività finanziarie	1982	1983		
		1° sem.	2° sem.	anno
Depositi bancari dell'economia .....	49.284	- 8.714	53.714	45.000
Circolante e altri depositi. ....	16.123	3.037	8.963	12.000
BOT .....	11.256	17.153	19.875	61.000
Titoli a reddito fisso .....	14.377	23.972		
<b>Attività finanziarie .....</b>	<b>91.040</b>	<b>35.448</b>	<b>82.552</b>	<b>118.000</b>
In contropartita di	1982	1983		
		1° sem.	2° sem.	anno
Finanziamenti da aziende di credito (2) .....	13.800	5.783	16.217	22.000
Finanziamenti da ICS .....	14.315	3.757	9.243	13.000
Emissioni di obbligazioni ...	4.398	997	2.003	3.000
<b>Finanziamenti al pubblico .....</b>	<b>32.513</b>	<b>10.537</b>	<b>27.463</b>	<b>38.000</b>
Fabbisogno interno settore statale (3) (*) .....	67.964	32.798	52.702	85.500
<b>Credito totale interno .....</b>	<b>100.477</b>	<b>43.335</b>	<b>80.165</b>	<b>123.500</b>
Saldo della bilancia dei pagamenti .....	- 2.521	726	1.274	2.000
Altre partite .....	- 6.916	- 8.613	1.113	- 7.500
<b>Totale .....</b>	<b>91.040</b>	<b>35.448</b>	<b>82.552</b>	<b>118.000</b>
(*) <i>Analisi del fabbisogno del settore statale .....</i>	<i>67.964</i>	<i>32.798</i>	<i>52.702</i>	<i>85.500</i>
<i>Fabbisogno complessivo .....</i>	<i>72.611</i>	<i>34.501</i>	<i>55.499</i>	<i>90.000</i>
(-) <i>debiti esteri .....</i>	<i>3.554</i>	<i>1.239</i>	<i>761</i>	<i>2.000</i>
(-) <i>finanziamenti agli intermediari finanziari .....</i>	<i>617</i>	<i>423</i>	<i>2.077</i>	<i>2.500</i>
(-) <i>consolidamenti .....</i>	<i>476</i>	<i>41</i>	<i>- 41</i>	<i>-</i>

(1) Il «pubblico» include le famiglie, le imprese e gli enti pubblici non compresi nel settore statale. Le attività finanziarie sono quelle sull'interno, al netto delle azioni e delle accettazioni bancarie. — (2) Dati corretti per la variazione del tasso di cambio, i consolidamenti, e l'effetto del deposito infruttifero sui pagamenti all'estero. — (3) Al netto degli apporti ai fondi di dotazione degli intermediari finanziari, consolidamenti e debiti esteri.

circa, con una leggera diminuzione rispetto all'anno precedente (17 per cento); in termini di unità di prodotto il costo del lavoro nel 1983 presenterebbe, invece, ancora un aumento rispetto al 1982 (17,5 per cento contro 16,9) e l'incremento dei costi totali supererebbe il 12 per cento.

Dal lato degli aggregati creditizi l'evoluzione prevista per l'ultima parte del 1983 dovrebbe condurre, in corso d'anno, a un aumento dei finanziamenti al settore produttivo inferiore a quello del prodotto interno lordo in termini nominali; l'incremento della loro consistenza, prossimo al 14 per cento, risulterebbe conforme all'obiettivo fissato nello scorso gennaio dal CIPE. Rispetto alle valutazioni effettuate nei primi mesi dell'anno dovrebbe accrescersi l'importanza relativa degli impieghi bancari a scapito di quelli degli istituti di credito speciale (incrementi in corso d'anno attualmente stimati nel 14 e nel 13 per cento circa, rispettivamente).

L'espansione del credito totale interno, pari al 21 per cento circa, dovrebbe risultare, invece, superiore di 3 punti percentuali rispetto agli obiettivi indicati dal CIPE, in conseguenza di un fabbisogno del settore statale che si stima attualmente in circa 90.000 miliardi per l'intero 1983, contro una previsione iniziale di 71.000 miliardi (Tav. 12).

La conseguente accelerazione nella formazione di attività finanziarie dovrebbe portare il loro tasso di crescita nel corso dell'anno al di sopra del 22 per cento, con un divario di 6,5 punti percentuali nei confronti dell'aumento atteso del reddito nominale. In assenza di una inversione delle aspettative sull'andamento dell'inflazione e dei tassi nominali, si prevede possa proseguire nello scorcio del 1983 la ricomposizione del portafoglio del pubblico in favore dei titoli a medio termine; tenendo anche conto del recente aumento dell'imposizione fiscale sugli interessi, la crescita dei depositi bancari dell'economia potrebbe essere contenuta intorno al 14 per cento.

Nel 1983 il rapporto tra l'ammontare della ricchezza finanziaria dell'economia e il prodotto interno lordo risulterà a fine anno il più elevato dell'ultimo decennio (121 per cento, contro 113 nel 1982). Ne deriva che il controllo dell'ampio ammontare di attività finanziarie nei portafogli delle famiglie e delle imprese rende necessario un

andamento dei tassi nominali di interesse strettamente correlato a quello dell'inflazione. Alti livelli dei tassi di interesse reali impongono costi al settore produttivo e gravano sui disavanzi pubblici, senza tuttavia garantire nel più lungo periodo il mantenimento di una propensione al risparmio finanziario sufficientemente elevata. Oltre certi limiti l'accumulo di attività finanziarie tende a scaricarsi sulla spesa, con effetti difficilmente controllabili sulla bilancia dei pagamenti e sui prezzi.

### Lo scenario programmatico dell'economia italiana nel 1984

Le prospettive per il 1984 appaiono largamente condizionate dalla manovra di politica economica presentata dal Governo al Parlamento attraverso la Relazione previsionale e programmatica e la legge finanziaria.

Gli obiettivi di politica economica annunciati per il prossimo anno sono:

- il raggiungimento della massima crescita economica compatibile con una consistente riduzione dell'inflazione già nel 1984;
- la creazione di condizioni idonee a un progressivo riassorbimento della disoccupazione;
- l'avvio di un processo di risanamento della finanza pubblica capace di favorire un utilizzo più razionale dei fattori produttivi e di rendere più equa l'azione pubblica.

Gli strumenti utilizzati sarebbero:

- una politica dei redditi che attraverso la programmazione degli aumenti salariali a qualsiasi titolo concessi faccia coincidere l'incremento del costo del lavoro per occupato con un tetto d'inflazione fissato al tasso del 10 per cento medio annuo; appropriate misure assicurerebbero che la dinamica dei prezzi non si discosti dal sentiero programmato;
- una politica di bilancio che attraverso il prelievo fiscale e un'azione di riqualificazione della spesa pubblica sostenga l'attività economica con investimenti pubblici, contenendo allo stesso tempo le spese correnti in modo da ridurre nel complesso a 90.000 miliardi il fabbisogno del settore statale. L'azione do-

vrebbe essere condotta, oltre che agendo direttamente sulle entrate e sulle spese, anche avvantaggiandosi dei risultati ottenibili con la politica dei redditi che, consentendo la caduta del saggio di inflazione, determinerebbe una riduzione dell'onere per interessi del debito pubblico;

- una politica monetaria che assicuri il controllo dell'ammontare e della composizione delle attività finanziarie del pubblico, in modo da non pregiudicare il precario equilibrio della bilancia dei pagamenti e da garantire la stabilità del tasso di cambio effettivo.

Nell'ipotesi che le politiche di risanamento della finanza pubblica e di contenimento della dinamica dei redditi nominali vengano attuate simultaneamente e senza indugi, lo sviluppo del prodotto interno lordo in termini reali risulterebbe del 2 per cento nel 1984 secondo le valutazioni contenute nella Relazione previsionale e programmatica; l'occupazione presenterebbe una lieve crescita; il tasso d'inflazione si ridurrebbe al 10 per cento; la bilancia dei pagamenti di parte corrente risulterebbe quasi in equilibrio (Tav. 11).

Per il 1984, nelle ipotesi prima indicate di un'adeguata politica dei redditi e di contenimento del fabbisogno statale entro gli ammontari programmatici (90.000 miliardi), la crescita del credito interno al settore produttivo potrebbe essere mantenuta intorno a 38.000 miliardi (equivalenti ad un tasso di aumento del 12,5 per cento), così da assicurare il finanziamento della graduale ripresa dell'economia, imperniata sulle esportazioni e sugli investimenti. Le altre forme di finanziamento non comprese in questa definizione di credito, e cioè azioni, accettazioni bancarie e titoli atipici, dovrebbero svilupparsi in misura coerente con tale crescita. L'espansione del credito totale interno risulterebbe di 124.000 miliardi, di poco superiore a quella prevista per l'anno in corso. Le attività finanziarie dell'economia crescerebbero di circa il 18,5 per cento; il risparmio finanziario sarebbe, quindi, pari al 20 per cento del reddito, 2 punti percentuali in meno del 1983, ma alla fine dell'anno l'ammontare della ricchezza finanziaria salirebbe in rapporto al reddito di altri 7 punti. Questo andamento del credito e delle attività finanziarie non appare incompatibile con la crescita della base monetaria e di M2 indicata nella Relazione previsionale e programmatica.

Come annunciato dal Governatore nel recente intervento al Forex, la Banca d'Italia non assumerà come guida alla sua azione un'unica variabile, ma terrà conto dell'evoluzione di un insieme di aggregati e continuerà a prestare particolare attenzione ai tassi d'interesse. «Finché non saranno state prese le necessarie decisioni in materia di bilancio e di politica dei redditi, la politica monetaria dovrà rimanere severamente restrittiva. L'imperativo di piegare l'inflazione e la forte permeabilità fra mercato dei capitali nazionale e mercato internazionale suggeriscono alla banca centrale di dare rilevante importanza alla remunerazione reale delle attività finanziarie. Nelle condizioni attuali, non si potranno consentire flessioni dei rendimenti reali» (1).

La mancata, incompleta o ritardata attuazione delle politiche programmate vanificherebbe rapidamente i miglioramenti che l'economia italiana ha mostrato nel corso del 1983.

In assenza di interventi, la pressione fiscale, dopo la crescita di tre punti percentuali prevista per l'anno in corso, nel 1984 tornerebbe al livello raggiunto nel 1982, soprattutto a causa del venir meno del gettito dei provvedimenti di natura transitoria. Al contrario, la spesa pubblica continuerebbe a crescere in rapporto al prodotto interno, per effetto dell'operare congiunto dei meccanismi automatici che regolano le erogazioni e delle forze di fondo da cui dipende l'ampliamento degli interventi pubblici. Il disavanzo corrente delle pubbliche amministrazioni si raddoppierebbe quasi rispetto al livello del 1983, mentre il fabbisogno del settore statale, in base alle indicazioni ufficiali, raggiungerebbe i 130.000 miliardi. Pur facendo affidamento su una elevata formazione di risparmio dell'operatore famiglie, la necessità da parte dello Stato di maggiori finanziamenti tenderebbe a ridurre ulteriormente e drasticamente il credito disponibile per il settore produttivo e a innalzarne il costo. Le difficoltà nel governo dell'economia sarebbero destinate ad acuirsi, allontanando ogni speranza di una duratura ripresa

degli investimenti e della occupazione e accrescendo la divergenza della nostra economia rispetto agli altri paesi industriali. L'esistenza di un potenziale inflazionistico latente nel sistema non permetterebbe ulteriori decelerazioni del tasso d'inflazione rispetto ai valori della fine del 1983.

Anche dopo la presentazione della legge finanziaria, i pericoli per il 1984 non sembrano scongiurati. La manovra di politica economica non è stata ancora completata. I provvedimenti, seppur apprezzabili per taluni loro riflessi positivi sull'efficienza distributiva della spesa e sulla efficacia degli interventi pubblici, non sembrano poter dar luogo nel breve periodo a riduzioni del fabbisogno così ingenti come quelli indicati. Nel contempo, ritardi nella realizzazione della politica dei redditi, che costituisce il presupposto fondamentale dell'intera azione, rischiano di comprometterne le possibilità di successo.

In uno scenario internazionale caratterizzato per il 1984 dal progressivo diffondersi di più elevati livelli di attività economica, una mancata significativa riduzione del tasso d'inflazione impedirebbe all'Italia di trarre pieno vantaggio dalla ripresa della domanda mondiale per la progressiva erosione della competitività di prezzo delle nostre esportazioni. L'aumento previsto dei prezzi delle materie prime sui mercati internazionali e l'esigenza delle imprese di riadeguare i livelli delle giacenze amplierebbero nuovamente il disavanzo dei conti con l'estero, creando tensioni sul mercato dei cambi.

Il vincolo esterno renderebbe inevitabile un ulteriore inasprimento della restrizione monetaria con la conseguenza di mantenere l'economia in una condizione di ristagno con squilibri aggravati e una struttura economica indebolita.

(1) Cfr. il testo dell'intervento riportato più avanti in questo numero del Bollettino Economico.



# Note

## I certificati di deposito degli istituti di credito speciale

### Introduzione

Negli ultimi due anni i certificati di deposito (CD) degli istituti di credito speciale (ICS) sono stati una delle componenti più dinamiche del mercato finanziario. Lo scorso anno la loro consistenza è quasi raddoppiata e per la prima volta i certificati sono risultati il principale strumento di raccolta degli istituti.

L'evoluzione recente può essere considerata il frutto di un processo di innovazione, nelle modalità di emissione e nelle principali caratteristiche di questi titoli, che ha consentito agli istituti di sostenere la loro raccolta in un difficile contesto, caratterizzato da elevati e variabili tassi d'interesse.

Prima di illustrare le novità più rilevanti della recente evoluzione, è opportuno richiamare gli aspetti principali che nel passato hanno contraddistinto questo strumento finanziario.

I certificati di deposito sono stati istituiti con una delibera del CICR del 1949 nella quale si definivano i limiti di durata (12-60 mesi) e gli istituti abilitati alla loro emissione (solo quelli costituiti in forma di S.p.A.) (1). Non essendo stata precisata la forma tecnica che doveva essere assunta da questi titoli, le caratteristiche dei certificati di deposito sono risultate differenziate. Fino alla fine degli anni settanta erano emessi sotto forma di libretto a risparmio e di buono fruttifero.

Il taglio dei CD poteva essere sia fisso che variabile; i tassi di rendimento erano fissi e gli interessi venivano riscossi a fine anno oppure capitalizzati fino alla scadenza del titolo. I certificati erano sia nominali sia al portatore e, ad esclusione

di una quota minoritaria acquistata dalle aziende di credito, erano collocati presso la clientela ordinaria che li deteneva usualmente fino alla scadenza (Tav. 1). Questi titoli erano privi di un effettivo mercato secondario: in caso di necessità, comunque, l'investitore poteva ottenere il rimborso anticipato oppure rivendere il certificato a qualche banca collegata all'istituto emittente.

Tav. 1

### Certificati di deposito e buoni fruttiferi per categorie di emittenti e sottoscrittori

(consistenze di fine periodo in miliardi di lire)

A N N I	ISTITUTI EMITTENTI		TOTALE	SOTTOSCRITTORI	
	Mobiliari S.p.A.	Altri		Pubblico	Aziende di credito
1975.....	3.764	317	4.081	....	....
1976.....	3.724	545	4.269	....	....
1977.....	4.868	325	5.193	3.837	1.356
1978.....	5.891	629	6.520	4.939	1.581
1979.....	6.019	676	6.695	5.362	1.333
1980.....	6.758	685	7.443	5.774	1.669
1981.....	8.569	946	9.515	7.106	2.409
1982.....	13.311	4.749	18.060	13.990	4.070
1983 - giu. ...	14.048	5.661	19.709	(*)15.928	(*)3.781

(\*) Dati provvisori.

Gli istituti S.p.A. collocavano tali titoli sul mercato attraverso le banche partecipanti al loro capitale. Aspetto peculiare di questo processo era

(1) Al momento attuale sono Centrobanca, Efibanca, Interbanca e Mediobanca.

### Principali disposizioni legislative e normative riguardanti i certificati di deposito

*L'emissione dei certificati di deposito da parte degli istituti costituiti in forma di S.p.A. è stata disciplinata dalla delibera del CICR del 21.10.1949. Con questo provvedimento sono stati stabiliti i limiti quantitativi alla raccolta con tali titoli: unitamente a quella con buoni fruttiferi, non poteva superare un valore pari a 15 volte il patrimonio. Venivano, inoltre, determinati i termini di scadenza minima e massima nella misura, rispettivamente, di 12 e 60 mesi. Successivamente, con delibera del CICR del 26.1.1963, il limite di scadenza minimo è stato elevato a 18 mesi.*

*La Legge n. 23 del 10.2.1981 e il DM del 23.12.1981 hanno esteso la possibilità di emettere i certificati di deposito a tutti gli istituti di credito a medio termine, ad esclusione delle sezioni opere pubbliche. In particolare sono stati definiti anche i nuovi limiti quantitativi alla raccolta con certificati di deposito e buoni fruttiferi. Questa non può superare: 1) per i mobiliari, congiuntamente alla raccolta obbligazionaria, un valore pari a 30 volte il patrimonio; 2) per i fondiari, l'importo delle operazioni attive di anticipazione e comunque un valore pari a 10 volte il patrimonio; 3) per gli agrari, l'ammontare delle operazioni di credito agrario di esercizio e comunque un valore pari a 10 volte il patrimonio. Le istruzioni applicative di quest'ultimo decreto, emanate dalla Banca d'Italia l'8.2.1982, ribadendo i limiti di durata di 18 e 60 mesi, non consentono la possibilità del rimborso anticipato dei certificati. Sono stati fissati anche i criteri guida per l'emissione dei certificati a tasso fisso e variabile. La commissione di collocamento, da corrispondere alle banche, non può superare la misura massima dello 0,75 per cento. Per le emissioni a tasso fisso il rendimento massimo è stato fissato nella misura del 18,70 per cento (dal maggio 1983 questo limite è stato portato al 18 per cento). I certificati indicizzati possono essere ancorati a parametri finanziari e, limitatamente all'ECU, valutarli. Nel caso dell'indicizzazione finanziaria si è stabilito che, quali parametri a breve termine, potevano essere usati solo il rendimento dei BOT (fino al 75 per cento dell'indice) e il tasso della lira interbancaria (fino al 50 per cento dell'indice). A tali tassi è stato consentito di aggiungere una maggiorazione annuale nella misura massima di 40 centesimi, per certificati di durata fino a 24 mesi, e di un punto per i certificati di durata superiore. Successive disposizioni della Banca d'Italia (22.12.1982) hanno vietato l'uso della maggiorazione per i certificati fino a 48 mesi, riducendola a 50 centesimi per le scadenze superiori.*

quindi rappresentato dalla relativa indipendenza dell'emissione del titolo (CD) dall'ente emittente (ICS). Le banche ricevevano i certificati in bianco e questi venivano successivamente collocati presso la clientela senza la necessità di alcuna autorizzazione preventiva da parte dell'organo di vigilanza.

I certificati si sono sviluppati nell'ultima parte degli anni sessanta e all'inizio degli anni settanta soprattutto nelle scadenze superiori a 48 mesi. Il rapido aumento sia del livello sia della variabilità dei tassi d'interesse a partire dal 1973-74 ha però mutato radicalmente la distribuzione per durata di questi titoli. La percentuale dei certificati con scadenza fino a 48 mesi è passata dal 9,6 per cento nella media del periodo 1970-74 al 50,4 per cento alla fine del 1975 ed è in seguito ulteriormente cresciuta, raggiungendo l'82 per cento alla fine del 1982.

Anche se i certificati hanno rappresentato il principale strumento di raccolta per gli istituti costituiti in forma di S.p.A., la loro importanza rispetto al totale della raccolta degli istituti è stata modesta. Nel decennio 1970-1980, mentre l'ammontare delle obbligazioni emesse dagli istituti mobiliari è stato di 23.553 miliardi al netto dei rimborsi, i certificati di deposito collocati presso il pubblico e le aziende di credito sono stati pari a soli 5.833 miliardi (sempre al netto dei rimborsi).

### L'evoluzione dei CD negli anni recenti

Negli ultimi anni i certificati hanno fatto registrare tassi di crescita elevati: 27,8 per cento nel 1981 e 89,8 per cento nel 1982 (2). Nello scorso anno le loro emissioni (8.545 miliardi) sono risultate superiori a quelle, pur cospicue, effettuate dagli ICS con le obbligazioni (8.240 miliardi). Nei primi 6 mesi dell'anno in corso, pur se il collocamento netto dei CD è risultato più contenuto (1.649 miliardi), esso si è mantenuto comunque su valori simili a quelli della raccolta obbligazionaria (1.702 miliardi).

Questo rapido sviluppo è stato il frutto sia di una più intensa attività degli istituti-S.p.A. sia dell'ingresso di nuovi emittenti consentito dalla normativa introdotta dalla Legge n. 23 del 10.2.1981 e dal DM del 23.12.1981 (cfr. riquadro).

(2) I dati sui certificati di deposito includono i buoni fruttiferi, la rilevanza quantitativa dei quali è comunque scarsa.

Con queste disposizioni sono stati definiti i limiti quantitativi per la raccolta con certificati e, soprattutto, è stata estesa la facoltà di emissione a tutti gli istituti. Il cospicuo collocamento di CD da parte di istituti cui prima era inibito l'uso di questo strumento (3) (4.064 miliardi dal dicembre 1980 al dicembre 1982) dimostra quanto vincolanti fossero le restrizioni precedenti e quanto importante risulti l'emanazione delle disposizioni innovative al riguardo.

Un'influenza notevole è stata esercitata, inoltre, dal regime di esenzione fiscale in vigore dal luglio 1980 al settembre 1982, di cui hanno goduto anche i titoli obbligazionari (4). Gli interessi dei certificati emessi dopo quest'ultima data sono soggetti a una imposizione del 10,8 per cento.

La diffusione dei certificati è stata comunque resa possibile da un rapido processo di innovazione ad opera degli istituti, finalizzato a migliorare sia il rendimento sia, soprattutto, la liquidità di questi titoli. I nuovi certificati non si sono sostituiti, ma aggiunti a quelli tradizionali cosicché, al momento attuale, questo comparto si presenta assai differenziato sia nelle tipologie che nelle modalità di emissione.

Le principali trasformazioni che hanno riguardato i certificati di deposito sono: 1) l'uso frequente di un titolo con cedola; 2) l'esteso ricorso all'indicizzazione; 3) l'ulteriore accorciamento della durata media; 4) nuove modalità di emissione.

Nel corso dell'ultimo anno è stato introdotto un nuovo tipo di certificato rappresentato da un *titolo con cedola* (trimestrale o semestrale), simile quindi a un normale titolo obbligazionario. In questo modo risulta notevolmente semplificato il pagamento degli interessi, che può essere effettuato da uno sportello diverso da quello di emissione. Ciò favorisce inoltre un eventuale smobilizzo del CD.

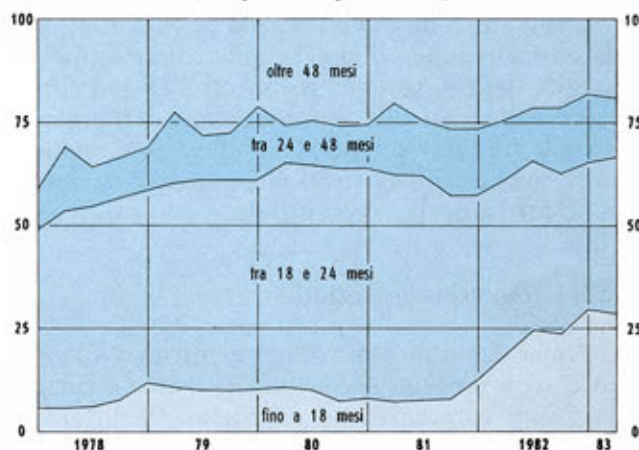
Sin dall'ultimo trimestre del 1981 gli ICS hanno fatto largo uso di *certificati indicizzati* (a dicembre 1982 essi rappresentavano circa il 38 per cento dei certificati in circolazione). Con il ricorso al tasso variabile gli istituti sono riusciti a evitare un brusco accorciamento delle scadenze: gli istituti che hanno emesso a tasso fisso hanno potuto collocare solo quantità marginali di CD sopra i 24 mesi.

I panieri usati per l'indicizzazione, in accordo con le istruzioni emanate, sono stati unicamente finanziari: per metà il rendimento dei BOT a sei mesi o il tasso interbancario e per l'altra metà il rendimento delle obbligazioni dei mobiliari. La periodicità di adeguamento del tasso è stata generalmente trimestrale, anche se in alcuni casi è risultata mensile o semestrale. L'indicizzazione ha riguardato indifferentemente i CD di tutte le scadenze.

Fig. 1

### Distribuzione per durata dei certificati di deposito (1)

(composizione percentuale)



(1) I CD sono quelli emessi solo dagli Istituti mobiliari.

Nonostante l'uso esteso di tassi variabili la *durata media* dei CD si è ulteriormente accorciata (Fig. 1): i certificati cresciuti più rapidamente sono stati quelli con scadenza a 18 mesi. Dal dicembre del 1981 al dicembre del 1982 i CD di durata originaria inferiore o uguale a 24 mesi sono così passati dal 57 al 65 per cento delle consistenze in essere e i CD di durata fino a 18 mesi dal 13 al 29 per cento (5).

(3) I principali istituti che hanno cominciato a far uso dei CD in questo ultimo periodo sono l'IMI, i mediocrediti regionali e alcune sezioni di grandi banche.

(4) Il regime di esenzione fiscale era limitato, fino a settembre 1981, ai titoli di durata superiore ai 36 mesi: dopo questa data è stato esteso anche ai titoli da 18 a 36 mesi.

(5) Tali percentuali si riferiscono ai CD emessi dagli istituti di credito mobiliare, che a fine dicembre 1982 rappresentavano il 97 per cento del totale.

Cambiamenti sono inoltre intervenuti nelle *modalità di emissione*. Notevole sviluppo hanno avuto lo scorso anno le serie speciali che sono state collocate direttamente dagli ICS presso banche, compagnie di assicurazione e imprese. Generalmente i tagli medi di queste serie sono molto elevati, non ci sono spese di commissione nel collocare il titolo e i rendimenti sono diversi, spesso superiori rispetto a quelli delle serie ordinarie (anche il paniere usato per l'indicizzazione è stato differente). Per le serie ordinarie la diffusione crescente dei CD in forma di buono con cedola ha semplificato notevolmente le procedure di emissione e ha posto le premesse per consentire il collocamento anche tramite banche non partecipanti al capitale dell'istituto di credito emittente.

L'emissione di CD è soggetta ai vincoli di cui alla normativa riassunta nel riquadro; i tempi e le quantità delle singole emissioni di CD non sono invece sottoposti alle autorizzazioni dell'organo di vigilanza previste per le obbligazioni, nonostante che i certificati stessi possano assumere anche la forma di titoli con cedola.

### I CD e il mercato finanziario

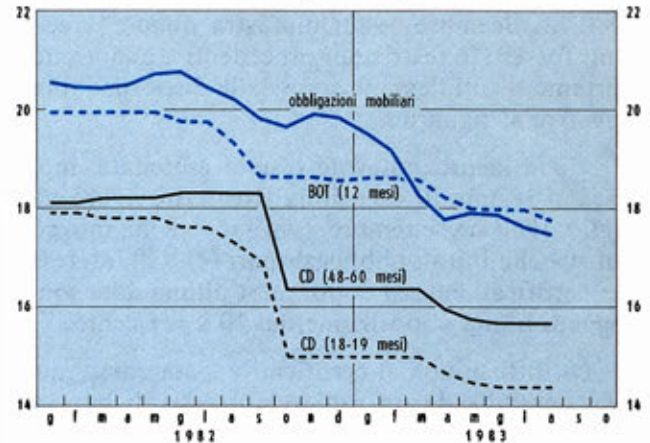
Prima degli anni ottanta i certificati di deposito costituivano un segmento del mercato finanziario con caratteristiche particolari: i differenziali d'interesse registrati nel passato rispetto ai titoli di Stato e alle obbligazioni mostrano che gli acquirenti dei CD erano sostanzialmente diversi da quelli che operavano su altri comparti del mercato. Anche i rendimenti delle diverse categorie di CD erano scarsamente allineati: gli istituti che potevano contare su una più ampia rete di sportelli per collocare i titoli erano in grado di spuntare condizioni più favorevoli.

Prima di analizzare la struttura dei tassi d'interesse dei CD, è opportuno ricordare che questi titoli, a differenza delle obbligazioni e dei titoli di Stato, non comportano per il sottoscrittore alcun onere né per l'acquisto né per la custodia: sono gli ICS che versano alle banche una commissione per questi servizi, che non viene trasferita sul sottoscrittore.

Nel 1982 i rendimenti dei CD a tasso fisso sono risultati in media circa due punti percentuali più bassi di quelli relativi agli altri titoli presenti sul mercato finanziario (Fig. 2).

Fig. 2

**Rendimenti netti dei certificati di deposito a tasso fisso (1)**  
(valori percentuali)



(1) I rendimenti dei CD sono ricavati da stime interne; quelli relativi alle obbligazioni sono riferiti al mercato secondario; quelli dei BOT sono calcolati in base alle aste di aggiudicazione.

I rendimenti più elevati sui CD a tasso fisso sono stati offerti dagli istituti che, avendo cominciato a operare sul mercato solo recentemente, hanno sviluppato una politica particolarmente aggressiva. Nel 1982 i rendimenti si sono collocati circa un punto al di sotto del limite massimo fissato dalle autorità monetarie.

Per quanto riguarda i certificati a tasso variabile, che hanno rappresentato la forma più diffusa tra le emissioni dello scorso anno, si nota un maggiore allineamento con i rendimenti dei titoli simili: nel periodo di esenzione fiscale questi CD potevano offrire tassi netti simili a quelli dei CCT (6). Anche nel caso dei CD indicizzati i rendimenti maggiori sono stati quelli praticati dagli istituti che per la prima volta hanno fatto ricorso a questo strumento di raccolta.

Nel 1982 la struttura dei tassi dei CD, poco differenziata per scadenza, ha contribuito al notevole collocamento di CD fino a 24 mesi. Tale andamento si è attenuato solo a settembre, allorché

(6) Ciò risulta dal confronto tra i rendimenti (calcolati nell'ipotesi di stabilità delle future cedole) dei CD e dei CCT sul mercato secondario; all'emissione invece il rendimento dei CCT è stato più elevato.



l'esigenza di utilizzare appieno il regime di esenzione fiscale prossimo alla scadenza e la diminuzione di tassi dei CD a breve hanno favorito l'emissione di maggiori quantitativi di certificati a medio termine.

Per un confronto tra i rendimenti dei CD e quelli di altri titoli è comunque indispensabile una valutazione della rilevanza del mercato secondario dei certificati. Pur se questo mercato ha cominciato ad assumere dallo scorso anno una fisionomia più precisa, esso rimane allo stato embrionale ed è limitato solo ad alcuni tipi di CD. La stessa normativa emanata all'inizio del 1982, non concedendo agli istituti la possibilità di riacquistare i propri certificati prima della scadenza, ha indirettamente stimolato lo sviluppo di questo mercato secondario. Al momento l'investitore che desidera liquidare i certificati in suo possesso si rivolge alle aziende di credito oppure a società finanziarie le quali, a loro volta, comprano direttamente il certificato o cercano un eventuale acquirente a prezzi che riflettono le condizioni di mercato (7).

Le quantità trattate sul mercato secondario sono in genere esigue e riguardano prevalentemente gli scambi che avvengono direttamente tra le aziende di credito, anche se l'insufficienza delle statistiche non consente una precisa quantificazione di queste attività. La molteplicità dei meccanismi di indicizzazione adottati per i CD non favorisce comunque lo scambio di questi titoli: occorre temperare le esigenze contrapposte di raggiungere più ampie fasce di potenziali investitori con una più ampia gamma di indicizzazioni e di fornire titoli sufficientemente omogenei per potere essere valutati e scambiati. È probabile che su questo mercato effetti di un qualche rilievo deriveranno dai certificati di deposito delle aziende di credito di cui, recentemente, è stata stimolata l'emissione. La diffusione di questi nuovi titoli che sono di scadenza inferiore ai 18 mesi e possono essere emessi solo a tasso fisso, potrebbe favorire l'ingresso di nuovi operatori nel mercato dei certificati degli istituti di credito speciale.

### **I CD e le modifiche recenti nella intermediazione degli ICS**

Le innovazioni richiamate in precedenza hanno incontrato le preferenze dei risparmiatori

mantenendo particolarmente elevata la domanda di CD durante gli ultimi due anni. In aggiunta ai provvedimenti fiscali e normativi, altri elementi hanno contribuito alla contemporanea crescita dell'offerta dei CD, soprattutto nel comparto a più breve scadenza, in relazione alla progressiva diminuzione della durata degli impieghi degli ICS.

L'accorciamento della durata degli impieghi effettuati dagli istituti è da attribuire in gran parte a due fattori: 1) il rischio che sopportano i mutuatari nell'indebitarsi a lungo termine; 2) i vincoli che è stato necessario porre all'attività delle banche. L'incertezza sul futuro andamento dell'inflazione e dei tassi d'interesse rende particolarmente gravoso il rischio relativo a progetti di investimento in beni capitali quando questi devono essere finanziati con l'indebitamento: si assiste quindi a uno spostamento dei mutui verso scadenze più brevi e/o indicizzati. Inoltre il massimale sugli impieghi delle banche ha comportato una maggiore attività degli istituti nel comparto dei crediti a breve termine.

Negli ultimi anni tutti gli istituti hanno aumentato la componente a più breve scadenza degli impieghi in linea con il maggiore collocamento di CD (Tav. 2). Per gli istituti S.p.A. alla fine del 1982 la metà degli impieghi aveva una durata inferiore ai 5 anni (contro il 34 per cento nel 1980): per le altre categorie di istituti tale percentuale varia dal 36 per cento delle sezioni delle grandi banche al 22 per cento dei maggiori istituti. I CD, anche se rappresentano lo strumento di raccolta tipico delle S.p.A. (a dicembre 1982 il rapporto tra CD e il totale delle passività era pari al 56 per cento), hanno cominciato a estendersi anche ad altre categorie di istituti: le sezioni delle grandi banche coprono con i CD il 16 per cento della raccolta, i mediocrediti regionali il 10 per cento e i maggiori istituti circa il 3 per cento. Una parte rilevante dell'incremento di CD delle sezioni delle grandi banche non ha fatto che sostituire anticipazioni concesse dalle banche madri, canale di finanziamento limitato dalle stesse disposizioni emanate nel dicembre del 1981.

(7) Per alcuni certificati la possibilità di smobilizzo anticipata è prevista solo dopo un certo periodo di tempo (di solito 18 mesi).

Tav. 2

### Principali voci di situazione degli istituti mobiliari

(composizioni percentuali su dati di fine periodo)

V O C I	Sezioni grandi banche		Istituti S.p.A.		Mediocrediti regionali		Altri istituti		TOTALE	
	1980	1982	1980	1982	1980	1982	1980	1982	1980	1982
<b>ATTIVO</b>										
Impieghi sull'interno . . . . .	64,1	59,7	61,1	54,0	71,6	68,2	44,9	48,6	50,8	52,8
di cui: fino a 18 mesi . . .	14,4	10,6	7,1	10,6	0,8	0,3	2,2	3,9	3,8	5,7
da 18 a 60 mesi . . .	9,4	11,0	13,6	16,4	13,3	19,1	2,7	6,6	5,9	10,5
Depositi c/o banche . . . . .	2,8	2,6	10,4	7,4	3,2	3,0	3,3	2,2	4,5	3,5
Titoli di Stato . . . . .	1,9	5,3	2,8	10,6	0,4	3,6	1,8	3,4	1,9	5,3
<b>Totale attivo . . . . .</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>PASSIVO</b>										
Obbligazioni . . . . .	43,2	43,9	23,3	17,5	54,1	39,8	43,3	38,8	40,6	34,1
Certificati di deposito . . . . .	7,5	16,1	52,6	56,2	1,0	10,4	0,4	2,7	10,2	17,1
Finanziamenti a breve dalle banche e dagli ICS . . .	14,3	3,0	0,4	1,5	2,8	1,9	—	1,5	1,4	1,7
<b>Totale passivo . . . . .</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Totale attivo e passivo</b> <i>in miliardi di lire . . . . .</i>	<b>5.391</b>	<b>9.573</b>	<b>12.839</b>	<b>23.692</b>	<b>5.396</b>	<b>9.723</b>	<b>49.348</b>	<b>59.083</b>	<b>72.974</b>	<b>102.071</b>

In conclusione, i principali elementi alla base della evoluzione dei CD sembrano essere stati l'aumento del livello e della variabilità dei saggi d'interesse e il sistema di controlli monetari cui si è dovuto far ricorso per contenere la dinamica dei crediti bancari. Il primo fattore ha stimolato, nel mercato finanziario, lo sviluppo di attività a più breve scadenza e indicizzate. Il secondo, soprattutto in virtù del massimale sui crediti delle banche e dei controlli sulle emissioni di obbligazioni, ha indotto gli ICS a intensificare l'intermediazione nelle scadenze più a breve termine. Lo sviluppo dei certificati è stato, inoltre, assecondato dall'ampliamento delle facoltà di emissione e dal favorevole trattamento fiscale.

La raccolta di CD difficilmente continuerà a svilupparsi con gli elevati tassi di crescita fatti re-

gistrare negli ultimi due anni. Alcuni istituti, che nel 1982 hanno fatto per la prima volta un ampio ricorso a questo strumento, ne emetteranno probabilmente quantità più contenute nell'anno in corso. Inoltre, l'andamento della congiuntura economica e l'abolizione del massimale deprimono la domanda di mutui e, di conseguenza, l'attività di emissione sia di obbligazioni che di certificati. Ciò nonostante, qualora sussista uno stato d'incertezza sull'evoluzione futura dei tassi, le preferenze dei sottoscrittori potrebbero continuare a orientarsi verso titoli a cedola variabile e a scadenza meno lunga: in tal caso i certificati di deposito potrebbero confermarsi anche nel prossimo futuro come uno dei principali strumenti di raccolta degli istituti.

## La fluttuazione della lira nella banda allargata dello SME

### Quadro istituzionale

Con la Risoluzione del Consiglio europeo dei Capi di Stato e di Governo approvata a Bruxelles il 5 dicembre 1978, vennero definite le caratteristiche essenziali del Sistema monetario europeo (SME); le norme procedurali furono precisate nell'Accordo tra i Governatori delle banche centrali dei paesi CEE, approvato ed entrato in vigore il 13 marzo 1979. A esso aderiscono Belgio, Danimarca, Francia, Germania federale, Regno Unito, Irlanda, Italia, Lussemburgo e Paesi Bassi.

Il nucleo essenziale dello SME è costituito dall'Accordo europeo di cambio (AEC), che lega le valute dei suddetti paesi, a esclusione del Regno Unito, in un meccanismo di cambi a fluttuazione limitata. Un ruolo fondamentale in questa struttura è assegnato all'ECU, un «paniere» composto di quantità fisse delle valute dei paesi SME. L'Accordo di cambio prevede, infatti, un sistema di parità centrali fisse di ciascuna valuta in termini di ECU (1), che possono essere modificate (riallineamento) con il consenso di tutti gli stati membri. Le parità ECU costituiscono la base dell'indicatore di divergenza (2).

L'Accordo prevede, inoltre, che il cambio di mercato di ciascuna coppia di valute possa oscillare intorno alla corrispondente parità centrale bilaterale entro un margine del  $\pm 2,25$  per cento (banda ristretta); solo l'Italia, utilizzando una facoltà prevista nella Risoluzione del 5 dicembre 1978, si avvale di un margine di oscillazione della lira del  $\pm 6$  per cento (banda allargata) (3). Al raggiungimento del margine bilaterale ogni banca centrale è obbligata a intervenire in misura illimitata a sostegno della propria valuta (interventi al margine); a tale fine le banche centrali dispongono di linee di credito reciproche a brevissimo termine di importo illimitato. Sono, invece, discrezionali gli interventi quando viene oltrepassata la «soglia di divergenza» (4) o prima del raggiungimento del margine, per i quali non è previsto alcun meccanismo automatico di finanziamento comunitario.

### Obiettivi della banda allargata

Nel garantire l'adesione dell'Italia all'Accordo, i negozianti italiani si proposero di costituire un sistema sufficientemente flessibile per assorbire le considerevoli divergenze nelle situazioni economiche dei paesi membri e che, tuttavia, introducesse adeguati elementi di «disciplina esterna» contribuendo, attraverso l'impegno di stabilizzazione dei cambi, a favorire la convergenza tra le diverse politiche economiche nazionali (5).

La richiesta per la lira di un margine di fluttuazione più ampio di quello delle altre valute partecipanti perseguiva tre principali obiettivi. In primo luogo essa si proponeva, allo scopo di salvaguardare la stabilità del Sistema, di evitare riallineamenti troppo frequenti in presenza di un elevato tasso di inflazione dell'Italia, che solo gradualmente poteva essere ridotto al livello degli altri paesi aderenti all'Accordo di cambio, e delle perdite di competitività per le nostre merci che ne conseguivano.

In secondo luogo, si riteneva che la banda allargata offrisse maggiori margini di manovra per la gestione del cambio nel breve periodo, atte-

(1) Il valore dell'ECU in un dato momento, espresso in termini di una valuta arbitraria  $x$ , si ottiene moltiplicando le quantità fisse per il prezzo di ciascuna valuta del paniere espresso in termini della valuta  $x$ . Per una trattazione completa delle caratteristiche dell'ECU, cfr. R.S. MASERA, *L'unificazione monetaria e lo SME*, ed. Il Mulino, 1980, Appendice prima.

(2) L'indicatore di divergenza è un indice dell'andamento di ciascuna valuta all'interno dello SME, concepito con l'obiettivo di identificare in modo univoco le valute divergenti rispetto all'ECU. Per una trattazione completa delle caratteristiche tecniche dell'indicatore cfr. R.S. MASERA, *op.cit.*, Appendice prima.

(3) Per la nota asimmetria dei movimenti dei cambi i margini di oscillazione sono fissati a  $+2,275$  per cento ( $+6,18$  per la lira) e a  $-2,225$  per cento ( $-5,82$  per la lira) dalla parità centrale bilaterale.

(4) Allorché la valuta di un paese superi la «soglia di divergenza», sorge la presunzione che le autorità di quel paese assumano adeguate misure correttive. Le misure contemplate nell'articolo 3.6 della Risoluzione di Bruxelles includono: a) interventi diversificati sui cambi; b) misure di politica monetaria interna; c) variazioni delle parità centrali; d) altre misure di politica economica.

(5) Una presentazione dei diversi modelli di accordo proposti, delle trattative in seno ai comitati tecnici e del compromesso funzionale che ne è derivato è contenuta in P. BAFFI, *Il Sistema monetario europeo e la partecipazione dell'Italia* e in F. PANDOLFI, *Un'opzione per l'Europa*, in *Thema*, n. 2, 1978.

nuando le aspettative di riallineamento e rafforzando la credibilità delle politiche di sostegno della lira, attraverso l'effetto di stabilizzazione delle aspettative degli operatori economici; sarebbe stata presumibilmente ridotta l'esigenza di interventi a sostegno.

Infine, sul piano tecnico, si sottolineava che, in occasione di un riallineamento, la più ampia fascia di oscillazione avrebbe permesso variazioni adeguate delle parità centrali bilaterali della lira senza ripercussioni immediate sui cambi di mercato; inoltre, dati i differenziali di interesse della lira nei confronti dei mercati esteri, si sarebbe evitato che le quotazioni a termine della nostra valuta risultassero al di fuori dei margini bilaterali consentiti sul mercato a pronti.

#### Utilizzazione della banda allargata

Dall'inizio dello SME all'agosto del 1983 il deprezzamento complessivo della lira nei confronti del marco tedesco è stato pari al 23,7 per cento. Il rapporto di cambio nei confronti dell'ECU è invece sceso del 16 per cento; qualora si escluda dal paniere la componente in lire, tale variazione è pari al 17,4 per cento. Questi movimenti del cambio hanno compensato solo parzialmente il differenziale inflazionistico rispetto ai paesi CEE: misurato sulla base delle quotazioni all'ingrosso, l'aumento dei prezzi relativi, tra l'inizio dello SME e il mese di luglio 1983, è stato complessivamente pari al 49 per cento rispetto alla Germania federale e al 34 per cento rispetto alla media della CEE.

L'analisi dei movimenti della lira nella banda di oscillazione mostra in primo luogo che, nel periodo tra due riallineamenti, il cambio si è sempre mosso tendenzialmente, pur con modalità diverse, dal margine superiore verso quello inferiore (6); una volta raggiunta la fascia inferiore della banda allargata, la lira è stata riportata nella fascia superiore solo in seguito a un riallineamento. Si è rilevato, inoltre, che il cambio si è mantenuto relativamente stabile per periodi prolungati; i movimenti verso il basso, infatti, si sono abitualmente concentrati nel giro di pochi giorni in seguito a pressioni speculative intense ma circoscritte nel

tempo. In molte occasioni lo scivolamento controllato del cambio si è rivelato sufficiente ad attenuare la speculazione e ristabilire condizioni ordinate sul mercato.

Ulteriori valutazioni in merito al perseguimento degli obiettivi proposti sono state ottenute utilizzando il consueto indicatore della posizione giornaliera della lira nei confronti delle altre valute AEC (7). Dato il vincolo imposto dall'Accordo di cambio alle fluttuazioni della nostra moneta, tale indicatore può assumere valori estremi pari a  $\pm 6$  per cento. Tale campo di variazione è stato suddiviso in tre fasce: a) la fascia superiore della banda allargata che comprende gli scostamenti dalla parità centrale bilaterale dal +6 al +2,25 per cento; b) la banda ristretta dal +2,25 al -2,25 per cento; c) la fascia inferiore della banda allargata dal -2,25 al -6 per cento.

Nel periodo che va dall'entrata in vigore dello SME alla fine di agosto 1983 la lira è rimasta all'interno della banda ristretta per circa la metà del tempo (518 giorni su 1139); nel resto del periodo essa si è collocata per 372 giorni nella fascia superiore della banda allargata e per 249 giorni in quella inferiore (Tav. 1). La banda allargata non è mai stata interamente utilizzata, non avendo in alcun momento la lira raggiunto l'estremo di oscillazione superiore o inferiore; la deviazione massima dal centro della banda è stata pari al +5,6 per cento nella parte superiore e al -4,7 per cento nella parte inferiore.

Il mancato raggiungimento del limite inferiore riflette, in un periodo caratterizzato da un continuo scivolamento verso il basso della nostra moneta, l'opportunità di non incoraggiare manovre speculative all'approssimarsi del cambio al limite inferiore di fluttuazione. L'analisi della variabilità dell'indicatore di posizione della lira, misurata dallo scarto quadratico medio delle osservazioni giornaliere, conferma il minor grado di flessibilità consentito nella gestione del cambio nella fascia inferiore della banda allargata, in cui la variabilità risulta più bassa rispetto alla fascia superiore.

(6) Il cambio della lira ha mostrato saltuari apprezzamenti, in particolare in periodi successivi alla modifica delle parità e in presenza di un sostenuto rialzo del dollaro rispetto al marco tedesco.

(7) L'indicatore di posizione della lira nella banda allargata è dato dal massimo scostamento in valore assoluto (tra quotazione di mercato delle 14.30 e parità centrale bilaterale) che la lira presenta rispetto alle altre valute AEC.

Tav. 1

## Posizione della lira nella banda allargata

(marzo 1979 — agosto 1983)

V O C I	Nu- mero di giorni	Media	Mediana	Scarto quadra- tico medio	Massimo
<i>Scostamenti giornalieri rispetto alla moneta in opposizione</i>					
<b>Posizione nella banda</b>					
banda ristretta . . . . .	518	0,805	1,425	1,399	2,247
fascia sup. della banda allargata (> +2,25%)	372	3,973	4,062	1,064	5,552
fascia inf. della banda allargata (< -2,25%)	249	-3,410	-3,563	0,508	-4,727
intero periodo . . . . .	1.139	0,918	1,591	2,910	5,552
<i>Variazioni percentuali giornaliere</i>					
<b>Tassi di cambio di mercato (1)</b>					
lira/dollaro . . . . .	1.139	0,0570	0,030	0,615	-3,077
lira/marco tedesco . . .	1.139	0,0240	—	0,209	3,382
lira/franco francese . .	1.139	0,0005	—	0,286	-4,104

(1) I dati si riferiscono al prezzo del dollaro, marco tedesco e franco francese in termini di lire. Il segno + indica quindi un deprezzamento della lira.

Infine, l'esperienza dei quattro riallineamenti che hanno interessato la nostra moneta conferma i benefici della banda allargata: la variazione dei cambi di mercato in occasione dei riallineamenti (8) appare sempre contenuta, pur in presenza di modifiche rilevanti delle parità centrali. Nella Figura 1 si è rappresentato graficamente il cambio lira/marco nei cinque giorni che hanno preceduto e seguito la dichiarazione delle nuove parità. In occasione del riallineamento dell'ottobre 1981 la lira perse contro il marco il 3,5 per cento, a fronte di una svalutazione della parità centrale di circa l'8,5 per cento; nel marzo 1983 la lira guadagnò leggermente contro il marco, mentre nei due rimanenti riallineamenti la sua discesa fu dell'ordine dell'1-2 per cento a fronte di svalutazioni della parità bilaterale del 6-7 per cento circa nei confronti

della valuta tedesca. L'entità del deprezzamento della lira rispetto al marco è stata maggiore quando quest'ultimo si è apprezzato nei confronti del dollaro.

### La banda allargata e gli interventi sul mercato dei cambi

Il periodo compreso tra il marzo 1979 e l'agosto 1983 è stato suddiviso in 11 sottoperiodi sulla base della posizione della lira nella banda ristretta, nella fascia superiore e in quella inferiore della banda allargata. Per ognuno di tali sottoperiodi si è riportato l'ammontare degli interventi effettuati (9) e la posizione della lira (Tav. 2). Si osserva che nei tre periodi in cui la lira si è trovata nella fascia inferiore della banda allargata (o prossima a essa) la media netta degli interventi giornalieri è stata sempre negativa; nei periodi di posizionamento nella fascia superiore la media netta è stata positiva (marzo-settembre 1979, giugno-ottobre 1982 e marzo-agosto 1983) oppure vicina allo zero (dicembre 1982-marzo 1983); infine è stata di segno sia positivo che negativo quando la lira è rimasta all'interno della banda ristretta.

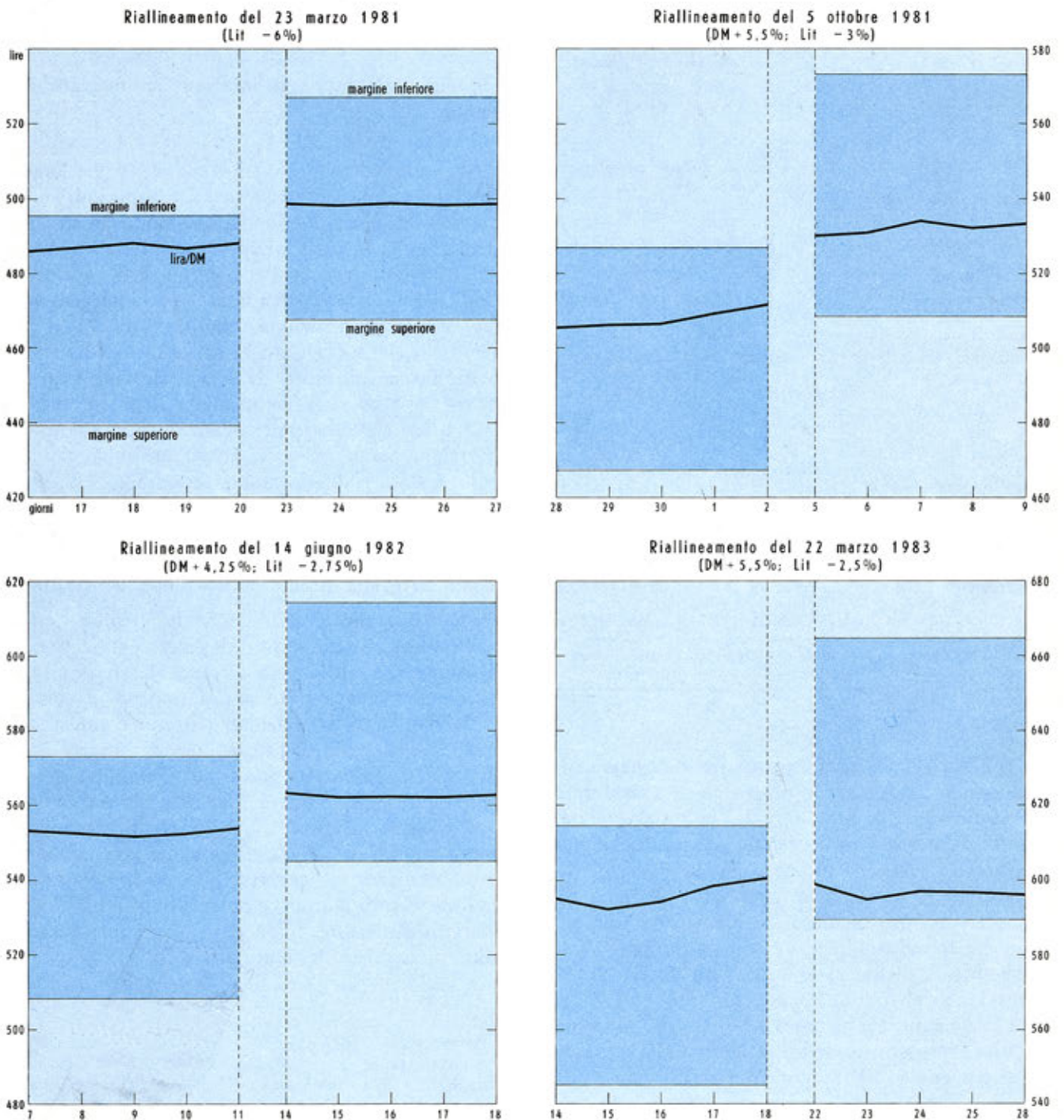
Dal confronto tra i dati relativi alla media netta e lorda sembrerebbe che interventi di segno contrapposto all'interno di uno stesso periodo, avvengano con più frequenza intorno al centro della banda di oscillazione ristretta e interventi dello stesso segno in prossimità dei margini. Nel breve periodo che ha preceduto il riallineamento del marzo 1983, la lira si è collocata in prossimità del margine inferiore e gli interventi giornalieri sono stati effettuati esclusivamente con cessione di valuta estera; viceversa, quando in seguito al riallineamento la lira si è portata in prossimità del margine superiore, larga parte degli interventi è stata in acquisto di valuta estera.

(8) Calcolata sulla base del cambio di mercato del giorno dell'entrata in vigore delle nuove parità e del cambio del giorno precedente.

(9) Gli interventi sono misurati dal saldo netto giornaliero delle vendite e acquisti di valuta estera espressi in dollari; di tali saldi viene fornita la media giornaliera netta nel periodo, ossia la media calcolata sulle osservazioni prese con il rispettivo segno algebrico, e quella lorda, calcolata cioè sulle osservazioni in valore assoluto.

Fig. 1

**Fluttuazione della lira rispetto al marco tedesco nella banda allargata  
(nei giorni precedenti e seguenti la modifica della parità) (1)**



(1) Il margine inferiore (superiore) d'intervento riportato nel grafico è quello della lira e corrisponde al margine superiore (inferiore) d'intervento per il marco tedesco.

Tav. 2

## Posizione della lira nella banda allargata e interventi sul mercato dei cambi

P E R I O D I	Numero di giorni	Posizione della lira (1)			Quotazione lira/dollaro (2) var. % media giornaliera	Interventi (3)	
		scostamento medio	scostamento mediano	scarto quadratico medio		media giornaliera netta	media giornaliera lorda
13 mar. 1979 — 28 mar. 1979 . . . .	12	1,825	1,920	0,290	-0,054	19,50	19,50
29 mar. 1979 — 26 set. 1979 . . . .	126	4,151	4,161	0,660	-0,028	15,78	23,48
27 set. 1979 — 6 giu. 1980 . . . .	175	0,428	1,257	1,546	0,017	-3,13	6,55
9 giu. 1980 — 20 mar. 1981 . . . .	200	-3,570	-3,656	0,408	0,097	-29,96	55,24
23 mar. 1981 — 23 apr. 1982 . . . .	279	0,767	1,391	1,424	0,097	-28,39	60,23
26 apr. 1982 — 11 giu. 1982 . . . .	35	-2,707	-2,723	0,225	0,004	-18,20	36,49
14 giu. 1982 — 15 ott. 1982 . . . .	90	2,957	2,915	0,388	0,091	11,22	39,07
18 ott. 1982 — 28 dic. 1982 . . . .	50	1,583	1,740	0,640	-0,102	-42,90	72,10
29 dic. 1982 — 2 mar. 1983 . . . .	46	2,388	2,409	0,182	0,057	-0,98	47,85
3 mar. 1983 — 18 mar. 1983 . . . .	12	-2,050	-2,591	1,955	0,185	-126,08	126,08
22 mar. 1983 — 31 ago. 1983 . . . .	114	5,127	5,100	0,270	0,105	52,08	67,34

(1) Definito in base allo scostamento percentuale dalla valuta in massima opposizione. (2) Prezzo del dollaro in termini di lire. Il segno + indica il deprezzamento della lira. (3) Milioni di dollari.

A sintesi di quanto esposto, l'analisi dell'evoluzione della lira nel corso dei quattro anni di appartenenza al Sistema monetario europeo sembra indicare che gli obiettivi principali che erano alla base della scelta di una banda allargata di fluttuazione siano stati sostanzialmente raggiunti.

In primo luogo, il Sistema ha introdotto un elemento di disciplina per gli indirizzi di politica interna non avendo le variazioni del cambio compensato interamente i differenziali di inflazione.

In secondo luogo, la maggiore flessibilità della gestione del cambio, resa possibile dall'esistenza di un più ampio margine di fluttuazione, ha permesso di assorbire e attenuare momentanee pressioni speculative e stabilizzare i mercati valutari. Inoltre, quando si è reso necessario, è stato possibile variare adeguatamente le parità centrali della lira senza eccessive ripercussioni sul cambio di mercato.

## I finanziamenti al Tesoro da parte della banca centrale in Italia e in altri paesi industriali.

Questa nota si propone di fornire alcuni elementi di confronto tra gli assetti normativi che regolano il ricorso del Tesoro al finanziamento diretto della banca centrale in Europa e negli Stati Uniti e di richiamare brevemente le modalità d'intervento dell'autorità monetaria sul mercato dei titoli di Stato. Lo scopo non è tanto di valutare fino a che punto il comportamento della banca centrale abbia o meno assecondato le politiche di bilancio seguite nei paesi esaminati, ma principalmente di analizzare i condizionamenti istituzionali che gravano sulla gestione della politica monetaria.

### I canali diretti di finanziamento

In Italia il Tesoro ha la facoltà di accedere al finanziamento diretto della banca centrale attraverso il conto corrente che intrattiene presso di essa per il servizio di tesoreria provinciale. Il decreto luogotenenziale n. 544 del 7 maggio 1948 prevede tuttavia un limite all'indebitamento del Tesoro sul conto corrente, stabilendo che «ogni qualvolta dalla situazione mensile della Banca d'Italia risulti che il conto corrente aperto al Tesoro per il servizio di tesoreria provinciale abbia raggiunto uno sbilancio a debito del Tesoro pari al quindici per cento (successivamente ridotto al quattordici per cento con la Legge n. 1333 del 13 dicembre 1964; cfr. Tav. 1) del complessivo importo degli originari stati di previsione della spesa effettiva e dei successivi stati di variazione, la Banca d'Italia è tenuta a darne immediata comunicazione al Ministero per il tesoro per i provvedimenti del caso. Trascorsi venti giorni dalla comunicazione suddetta senza che lo sbilancio a debito sia sceso al di sotto del quindici per cento indicato al precedente comma, la Banca d'Italia non darà corso ad ulteriori prelevamenti sul detto conto fino a quando, a seguito di incassi di somme di pertinenza del Tesoro o di versamenti dal medesimo fatti sul conto stesso, lo sbilancio sia tornato al di sotto del detto quindici per cento».

Il ricorso al conto corrente entro il limite stabilito è automatico. Alle anticipazioni è applicato un tasso d'interesse dell'uno per cento, rivedibile dal Ministro del tesoro di anno in anno. La Banca d'Italia ha inoltre la facoltà di acquistare titoli di Stato anche sul mercato primario senza alcun limite. Su questo punto si tornerà nel paragrafo successivo.

Tav. 1

### Limiti al finanziamento diretto del Tesoro da parte della banca centrale (1)

(limiti in vigore alla fine del 1982)

P A E S I	Ammoniare in		In rapporto percent. con	
	miliardi di valuta nazionale	miliardi di dollari (2)	spese di bilancio del 1982 (3)	stock di moneta di riserva di riserva fine 1982
Italia . . . . .	29.620	21,90	14,0	35,2
Belgio . . . . .	37	0,80	2,1	9,6
Danimarca . . . . .	non è previsto alcun limite al credito diretto			
Germania federale . . . . .	6	2,47	2,3	3,9
Grecia . . . . .	2,5	0,04	0,3	0,4
Francia (4) . . . . .	—	—	—	—
Irlanda . . . . .	0,175	0,25	2,4	12,5
Paesi Bassi . . . . . (5)	3,79	1,42	2,6	15,1
Regno Unito . . . . .	non è previsto il ricorso al credito diretto			
Stati Uniti (6) . . . . .	»	»	»	»

Fonti: Segretariato del Comitato dei Governatori delle banche centrali dei paesi membri della CEE; FMI, *International Financial Statistics*.

(1) Il dato per la Germania federale e gli Stati Uniti si riferisce al governo federale. (2) La conversione è stata fatta al cambio medio del 1982. (3) Bilancio di competenza per l'Italia e di cassa per gli altri paesi. (4) Alla fine del 1981 potevano essere concessi anticipi in conto corrente fino a 3,2 miliardi (1 per cento circa delle spese e 3,4 per cento della moneta di riserva alla fine di quell'anno). Per il primo semestre del 1983 il limite è di 6 miliardi. (5) Di cui 0,15 miliardi tramite prelievi in conto corrente e 3,64 miliardi sotto forma di acquisti di titoli. Il credito concesso tramite l'acquisto di titoli non può superare il 3 per cento delle entrate di bilancio dell'anno precedente; per il periodo marzo 1983 — febbraio 1984, esso è fissato a 1,68 miliardi. (6) Fino al giugno del 1981, era prevista la possibilità di finanziamento diretto entro un limite di 5 miliardi, pari allo 0,7 per cento delle spese e al 2,8 per cento della base monetaria in essere alla fine di quell'anno.

Nella Germania federale il Tesoro non può accedere automaticamente al credito della banca centrale. Quest'ultima ha tuttavia la facoltà di accordare prestiti allo scopo esclusivo di coprire sbilanci temporanei, di natura stagionale; i prestiti,



della durata massima di tre mesi, sono effettuati al tasso ufficiale di sconto. La sezione 20 della Legge sulla *Deutsche Bundesbank* fissa inoltre dei limiti per i finanziamenti che questa ha la facoltà di accordare al governo federale, agli Stati (*Länder e Stadtstaaten*) e ad alcune istituzioni pubbliche quali le Ferrovie e l'Amministrazione postale. Il limite per il governo federale, rivisto nel 1967, è attualmente di 6 miliardi di marchi, quello per i *Länder e Stadtstaaten* di 40 e 80 marchi per abitante, rispettivamente, e quelli per le altre amministrazioni pubbliche ammontano complessivamente a 1.250 milioni. L'acquisto di buoni del Tesoro a breve scadenza (uno strumento che non viene emesso peraltro dagli anni sessanta) sul mercato secondario da parte della *Bundesbank* rientra nel calcolo del plafond del credito, contrariamente a quanto avviene per gli altri titoli di Stato acquistati dalla Banca nelle sue operazioni di mercato aperto.

Nel Regno Unito il Tesoro non può finanziarsi presso la banca centrale mediante anticipi in conto corrente.

In Francia il Tesoro può ottenere anticipi sul conto corrente che intrattiene presso la *Banque de France* entro un limite che viene rivisto due volte l'anno in funzione dei cambiamenti nelle valutazioni delle riserve ufficiali detenute dal *Fond de Stabilization des Changes*. I guadagni realizzati da questo organismo, che è un'emanazione del Tesoro, affluiscono a quest'ultimo; un apprezzamento delle riserve valutarie si traduce in una riduzione del credito diretto che la Banca centrale può concedere al Tesoro. Il limite viene viceversa aumentato quando il *Fond de Stabilization des Changes* subisce una perdita. I prestiti della banca centrale al Tesoro vengono effettuati a un tasso d'interesse collegato a quelli di mercato e la loro scadenza non è soggetta a regole specifiche.

Negli altri paesi della CEE i prestiti diretti della banca centrale al Tesoro sono soggetti a limiti quantitativi; fanno eccezione la Danimarca, dove non è previsto alcun tetto formale sugli anticipi in conto corrente, e la Grecia, limitatamente ad alcuni tipi di finanziamento quali i crediti volti al sostegno del settore agricolo.

All'interno di questi limiti l'accesso al finanziamento è automatico: tuttavia, in Irlanda e nei

Paesi Bassi le norme prevedono esplicitamente che i prestiti diretti possano essere utilizzati esclusivamente per coprire sfasamenti temporanei tra incassi e pagamenti.

Nella maggior parte dei casi non è stabilita alcuna scadenza per le operazioni di prestito; fanno nuovamente eccezione l'Irlanda, dove il conto corrente del Tesoro deve essere periodicamente riportato in credito, e i Paesi Bassi, dove sono previste alcune scadenze per i finanziamenti accordati al governo mediante l'acquisto di titoli e per il ricorso allo scoperto di conto corrente da parte delle autorità municipali.

I finanziamenti sono accordati al saggio ufficiale di sconto in Belgio, Danimarca e, per quanto riguarda i titoli acquistati dal governo centrale e i prestiti alle autorità municipali, nei Paesi Bassi. La Banca d'Olanda non percepisce, peraltro, alcun interesse sugli anticipi in conto corrente al governo centrale. In Grecia i prestiti sono effettuati a tassi d'interesse simbolici.

Negli Stati Uniti non è prevista alcuna forma di finanziamento diretto al Tesoro da parte della Riserva federale. Il conto corrente di tesoreria non può presentare saldi debitori. Inoltre, a partire dal giugno del 1981, è venuta meno la possibilità per il Tesoro di finanziarsi direttamente presso la Riserva federale mediante la vendita di speciali certificati a brevissima scadenza.

Questa facoltà, prevista dalla Sezione 14 del *Federal Reserve Act*, poteva essere esercitata entro il limite di 5 miliardi di dollari. Il Tesoro poteva ricorrere a questo canale di finanziamento solo per far fronte a sfasature temporanee tra incassi e pagamenti. Nel giugno del 1979 la Sezione 14 fu emendata con l'aggiunta di una clausola che prevedeva la possibilità per il Tesoro di accedere al finanziamento diretto nei due anni successivi solo in circostanze «inconsuete e pressanti» e previa l'autorizzazione del *Board of Governors* della Riserva federale; tale autorizzazione richiedeva inoltre il voto favorevole di almeno cinque dei sette membri del *Board*. Dopo l'introduzione di questa clausola, il Tesoro ha fatto raramente ricorso al finanziamento diretto. Nel giugno del 1981, infine, questo canale è stato soppresso; il Tesoro si finanzia ormai dunque esclusivamente sul mercato.

### Gli interventi della banca centrale sul mercato dei titoli pubblici

In Italia la banca centrale ha la facoltà di intervenire sia sul mercato primario sia su quello secondario dei titoli pubblici.

Durante gli anni sessanta, la Banca d'Italia si impegnava a effettuare negoziazioni in buoni ordinari del Tesoro su richiesta delle aziende di credito in quantità illimitate e a tassi ancorati a quelli di emissione da uno *spread* fisso. Dal 1966, gli interventi sul mercato secondario miravano inoltre a stabilizzare i corsi obbligazionari. Entrambe queste politiche furono abbandonate nel 1969. In particolare, a partire da quell'anno le negoziazioni in BOT sul mercato secondario potevano essere effettuate solo a discrezione della Banca d'Italia e a prezzi variabili; il possesso di questi titoli da parte delle banche cessava di essere assimilabile a quello di base monetaria. Nel 1975 la Banca fu autorizzata a partecipare alle aste dei BOT al pari degli altri operatori. Essa acquisì, di conseguenza, la possibilità di influire direttamente sul tasso di aggiudicazione e di fissarne comunque il tetto offrendosi di acquistare al prezzo corrispondente l'intero importo dei BOT emessi. La facoltà esercitata dalla Banca in precedenza di acquistare i titoli a breve non collocati sul mercato divenne un impegno. Questo impegno è cessato nel luglio del 1981; da allora gli interventi sul mercato primario vengono effettuati in funzione degli obiettivi di controllo degli aggregati monetari e creditizi.

Le modalità di intervento seguite sul mercato primario dal 1981 hanno provocato modifiche rilevanti nei criteri ispiratori delle operazioni di mercato aperto. Queste ultime, che in precedenza avevano rappresentato principalmente un collocamento differito di titoli per conto del Tesoro, sono state successivamente disegnate in modo da favorire il più possibile la partecipazione alle aste delle banche e del pubblico; la loro efficacia come strumento di regolazione della liquidità bancaria nel breve periodo è stata inoltre rafforzata, intensificando l'uso delle operazioni pronti contro termine.

Nella Germania Federale la banca centrale effettua operazioni in titoli del debito pubblico solo sul mercato secondario; sebbene sia preposta al consorzio di banche mediante il quale vengono

collocate le obbligazioni pubbliche, la *Bundesbank* non effettua alcuna sottoscrizione in proprio. La quota di titoli assorbita dal settore privato è contenuta, date le dimensioni limitate del mercato dei titoli di Stato; le aziende di credito fungono di fatto da acquirenti residuali. Inoltre, il ricorso ai prestiti bancari a lungo termine costituisce una forma di copertura del disavanzo pubblico più rilevante delle emissioni di titoli sul mercato. Gli effetti del disavanzo sulla crescita degli aggregati monetari dipendono dunque prevalentemente dalla politica di regolazione delle riserve bancarie seguita dalla *Bundesbank*. L'obiettivo di sostenere l'attività di finanziamento del settore pubblico non è, in quanto tale, alla base degli interventi di quest'ultima sul mercato aperto.

Nel Regno Unito il ruolo della banca centrale sul mercato dei titoli pubblici è assai maggiore che nella Germania federale. Pur non partecipando direttamente alle aste dei buoni del Tesoro, dove il compito di acquirenti residuali è assolto per consuetudine dalle *discount houses*, la *Bank of England* si impegna a fungere da prestatore di ultima istanza nei confronti di queste ultime e ad acquistare buoni del Tesoro a tassi in linea con quelli di mercato su richiesta delle banche. Dall'agosto del 1981, la Banca ha tuttavia cessato di dichiarare in anticipo il tasso al quale effettua le operazioni di rifinanziamento e ha accresciuto la propria capacità di influire sui tassi d'interesse a breve attraverso le operazioni di mercato aperto estendendo a tutti gli istituti di deposito l'obbligo di detenere una quota delle passività sotto forma di contanti, obbligo che in precedenza gravava sulle sole *London Clearing Banks*. Queste misure miravano ad aumentare la flessibilità dei tassi d'interesse e a rafforzare il controllo sugli aggregati monetari.

La *Bank of England* interviene inoltre direttamente sul mercato primario dei titoli pubblici a medio e a lungo termine (*gilt-edged stocks*). Fino al 1971 essa è stata soggetta all'obbligo di acquistare automaticamente l'eccesso di offerta dei titoli a lungo termine. Anche dopo il venir meno di quell'obbligo, la Banca ha continuato a sottoscrivere i titoli non acquistati dagli operatori; questi titoli vengono successivamente collocati da un *Government Broker* a prezzi il più possibile vicini a quelli di emissione. La politica di intervento sul mercato secondario, che ha mirato al mantenimento di condizioni ordinate, ha consentito una

crescita considerevole della quota del fabbisogno finanziario coperta dal settore non bancario. Tuttavia, il ruolo svolto dalla Banca nel mercato dei *gilt-edged stocks* ha talvolta comportato che le variazioni del fabbisogno si ripercuotessero, seppure temporaneamente, sugli aggregati monetari.

In Francia gli interventi della banca centrale hanno luogo solo sul mercato secondario e sono limitati al comparto a breve termine. Analogamente a quanto avviene nel Regno Unito, la banca si impegna tuttavia ad acquistare qualsiasi quantitativo di buoni del Tesoro presentati dal sistema bancario allo scopo di rifinanziarsi, anche se può eventualmente scoraggiare la presentazione di titoli alterando la struttura dei suoi tassi d'intervento. Essa effettua acquisti con patto di riscatto contro titoli pubblici che, fino al 1980, avevano la durata di uno, tre e sei mesi e avvenivano a tassi prefissati. Per rafforzare il controllo sulla liquidità bancaria si è deciso, all'inizio di quell'anno, di sostituire le operazioni a un mese con operazioni a sette o dieci giorni e di ancorare alle condizioni del mercato i tassi applicati agli acquisti temporanei a tre e a sei mesi.

In Belgio, in Grecia e in Danimarca la banca centrale non interviene sul mercato primario dei titoli pubblici. Tuttavia, in Belgio la banca centrale contribuisce indirettamente al finanziamento del disavanzo pubblico concedendo possibilità di rifinanziamento quasi automatico al *Fonds de Rentes*, istituzione sulla quale ricade il compito di intervenire nel mercato dei titoli pubblici con l'obiettivo di stabilizzarne i corsi. Il rifinanziamento accordato al *Fonds de Rentes* è soggetto a un limite che risulta attualmente di 190 miliardi circa. Nei Paesi Bassi, infine, dall'inizio degli anni settanta la banca centrale si è astenuta dall'intervenire anche nel mercato secondario dei titoli di Stato; essa può tuttavia acquistare alcuni speciali titoli a brevissima scadenza direttamente dal Tesoro, ma solo entro limiti prefissati (si veda la Tav. 1) e per coprire sbilanci temporanei tra incassi e pagamenti.

Negli Stati Uniti la Riserva federale effettua negoziazioni di titoli pubblici solo sul mercato secondario; gran parte delle operazioni è concentrata nel comparto dei buoni del Tesoro.

L'impegno della Riserva federale a sostenere il corso dei titoli del Tesoro è venuto meno nel 1951. Negli anni successivi essa ha tuttavia cer-

cato di favorire la buona riuscita delle emissioni evitando brusche inversioni di tendenza negli indirizzi della politica monetaria in prossimità di grosse operazioni di finanziamento del Tesoro. Nel corso degli anni settanta l'introduzione di obiettivi ufficiali di crescita per gli aggregati monetari ha comportato l'abbandono di questa forma di sostegno indiretto alla copertura del disavanzo pubblico. Allo stesso tempo, il passaggio a emissioni più frequenti, e quindi di importo più limitato, e l'estensione a quasi tutti i titoli pubblici del metodo di aggiudicazione competitivo hanno consentito una separazione più netta tra politica monetaria e gestione del debito pubblico.

#### Alcune osservazioni conclusive

Dal confronto degli assetti istituzionali in vigore nei vari paesi risulta che le possibilità di accesso del Tesoro al finanziamento diretto della banca centrale sono assai più ampie in Italia e in Danimarca che negli altri paesi esaminati (Tav. 1). In Danimarca, il ricorso agli anticipi in conto corrente è illimitato; in Italia, dove tra l'altro la banca può liberamente acquistare titoli di Stato anche sul mercato primario, il limite previsto per l'indebitamento del Tesoro sul conto corrente, pari al 14 per cento delle spese di bilancio, è più alto di quelli in vigore negli altri paesi. Rapportato alle spese di bilancio del 1982, l'indebitamento massimo consentito risulta infatti compreso tra il due e il tre per cento in Germania, Belgio, Irlanda e Paesi Bassi; esso è pari allo 0,3 per cento delle spese in Grecia e nullo nel Regno Unito, in Francia e negli Stati Uniti. Inoltre, in Germania, nei Paesi Bassi e in Irlanda il ricorso all'indebitamento diretto non ha carattere automatico. L'onerosità dei prestiti concessi dalla banca centrale al Tesoro, infine, è trascurabile in Italia, in Grecia e, per quanto riguarda gli anticipi in conto corrente, nei Paesi Bassi.

Tra il 1975 e il 1982, la quota del fabbisogno finanziario del settore pubblico coperta dalla banca centrale è stata, in media, del 23,7 per cento in Italia e del 34,5 per cento in Danimarca (Tav. 2). Nel caso dell'Italia, negli anni recenti il contributo della banca centrale alla copertura del fabbisogno si è tuttavia ridotto rispetto alla prima metà del decennio scorso, nonostante l'aumento

Tav. 2

## Copertura del disavanzo pubblico da parte della banca centrale (1)

(quote percentuali)

A N N I	Italia		Belgio	Danimarca	Germania federale	Grecia	Francia	Irlanda	Paesi Bassi	Regno Unito (2)	Stati Uniti
	c/c Tes.	Totale									
1971	-4,5	21,9	-15	122	....	-5	15	0	-16	-25	67,5
1972	12,0	30,1	-1	(3)-61	....	-300	(3)-144	0	-67	26	-1,7
1973	10,6	60,2	-4	(3)-96	....	45	(3)-103	10	-165	19	108,9
1974	0,6	72,6	4	118	....	32	71	4	-35	-7	17,2
1975	3,4	53,7	1	49	5	-30	40	10	1	3	9,9
1976	11,6	67,9	10	46	-4	0	58	0	10	-2	16,1
1977	-1,9	-17,9	8	26	-4	24	-47	0	2	16	11,4
1978	5,6	14,7	6	24	2	9	-58	0	5	-17	17,6
1979	11,5	1,1	13	47	-3	50	14	10	15	0	24,6
1980	24,2	26,8	6	31	6	33	-41	0	-7	0	5,8
1981	11,7	25,9	13	29	3	64	-8	4	2	1	13,2
1982	9,1	17,3	5	24	-3	58	0	2	-1	(4)-2	6,4

Fonti: Segretariato del Comitato dei Governatori delle banche centrali degli stati membri della CEE; *Federal Reserve Board Bulletin*.

(1) Settore statale per Italia, Danimarca, Francia, Irlanda e Regno Unito; pubblica amministrazione per gli altri paesi europei; governo federale per gli Stati Uniti. (2) L'anno finanziario si conclude il 31 marzo dell'anno successivo. (3) Assorbimento di avanzo. (4) Ultimi nove mesi dell'anno.

del ricorso del Tesoro al canale di finanziamento automatico rappresentato dal conto corrente.

Tra i principali paesi esaminati, la Germania è quello in cui il peso della banca centrale nel finanziamento del disavanzo si è mantenuto entro i limiti più modesti; la quota delle esigenze finanziarie del governo federale soddisfatta dalla *Bundesbank* è stata del 5-6 per cento anche in anni nei quali l'aumento del disavanzo per fattori essenzialmente ciclici può aver spinto l'autorità monetaria a seguire un indirizzo più accomodante.

Negli Stati Uniti, viceversa, la quota del disavanzo pubblico coperta dalla Riserva federale appare relativamente elevata. Più che fornire indicazioni sul grado di autonomia del processo di creazione monetaria dalle esigenze finanziarie del Tesoro, questo risultato risente del fatto che gli interventi sul mercato aperto costituiscono negli Stati Uniti il principale strumento di controllo monetario e che la quasi totalità di tali interventi avviene a fronte di titoli del Tesoro.

## Interventi

---

### Indebitamento estero, ripresa economica e Sistema monetario internazionale

*Conferenza tenuta dal Dr. Lamberto Dini  
presso l'Atlantic Institute for International Affairs  
Parigi, 17 giugno 1983*

Nel 1982 tensioni nel finanziamento dei deficit esteri hanno minacciato la stabilità stessa del sistema. L'insorgere di una crisi generalizzata è stato evitato, dal momento che i principali paesi, le istituzioni internazionali e le banche commerciali hanno cooperato nel fornire un sostegno di liquidità per far fronte alle difficoltà dei principali debitori sovrani. Successivamente, il Fondo monetario internazionale ha erogato prestiti condizionali per il sostegno di programmi di aggiustamento e ha incoraggiato le banche commerciali a mantenere o ad aumentare la loro esposizione. L'accelerazione nell'aumento delle quote del Fondo e l'ampliamento dei crediti concedibili nell'ambito del GAB hanno fornito ai mercati ulteriori decisive indicazioni sulla determinazione della comunità internazionale a preservare la stabilità finanziaria a livello mondiale.

A far tempo dalla fine del 1982, le tensioni che minacciavano i mercati finanziari sono andate man mano allentandosi. Ma la stabilità finanziaria ha continuato a essere condizionata dal riassorbimento graduale e ordinato dell'eccessivo indebitamento estero dei PVS, evento che a sua volta dipende da una sostenuta ripresa dell'attività economica e del commercio internazionali.

Anche se vi sono motivi di moderato ottimismo, ciononostante permangono ardui problemi. Gli avvenimenti del 1982 stanno a indicare che la linea di demarcazione tra situazioni di crisi e stabilità può essere a volte molto labile.

Nel corso di questa relazione tratterò i temi dell'indebitamento estero e delle prospettive di una ripresa economica mondiale. A questo proposito assumono importanza anche l'andamento della liquidità internazionale, dei tassi di cambio e le politiche commerciali. L'esame di queste problematiche al fine di valutarne la rispettiva compatibilità con le esigenze di stabilità e sviluppo indica che vi è un urgente bisogno di migliorare la cooperazione internazionale.

#### 1. Il problema dell'indebitamento estero

Le serie difficoltà finanziarie dei PVS non produttori di petrolio e dei paesi dell'Est europeo dopo il secondo *shock* petrolifero erano in larga misura il risultato di inadeguate politiche interne. Le loro conseguenze, in ogni caso, sono state aggravate dalla combinazione di circostanze esterne estremamente sfavorevoli.

Alla fine del 1979, i PVS avevano già raggiunto circa 400 miliardi di dollari di indebitamento estero; per ulteriori 80 miliardi erano debitori i paesi est-europei. Circa i due terzi di tale indebitamento sono stati ottenuti dai mercati privati, soprattutto da banche internazionali, spesso con tassi di interesse fluttuanti. Soltanto una parte di queste risorse è stata usata per espandere gli investimenti e la capacità produttiva, e persino in questi casi un'analisi *a posteriori* indica che la distribuzione settoriale di questi investimenti non è

stata fra le più appropriate. Inoltre, la scadenza dei prestiti era inferiore al periodo necessario perché gli investimenti risultassero redditizi, anche perché i paesi interessati avevano limitato accesso al mercato obbligazionario internazionale.

Sebbene sia stato evitato il rischio di una profonda recessione, nel triennio seguente lo sviluppo dell'attività economica mondiale e del commercio è rallentato progressivamente. Le politiche antinflazionistiche perseguite dai maggiori paesi industriali hanno condotto a tassi di interesse reali molto elevati e a una caduta dei prezzi dei prodotti primari non petroliferi: questi ultimi, a metà del 1982, avevano perso circa un terzo del loro valore.

I deficit di parte corrente dei paesi emergenti si sono gonfiati, passando da circa 40 miliardi di dollari nel 1978 a 110 miliardi nel 1981. Alla fine del 1982, l'indebitamento estero totale di quei paesi ha raggiunto 610 miliardi di dollari, e quello dei paesi dell'Est europeo 85 miliardi (Tav. 1). A quella data, i rimborsi del servizio del debito erano all'incirca equivalenti, rispettivamente, a un quarto e ai quattro quinti dei proventi delle esportazioni dei due gruppi di paesi; il rapporto ha raggiunto il 100 per cento per l'Argentina e oltre il 60 per cento per il Brasile e il Messico. La carenza di liquidità è stata resa acuta dall'elevata proporzione di debiti in scadenza e dalla riduzione degli afflussi netti di capitale per circa 30 miliardi di dollari. Questa diminuzione è stata solo parzialmente compensata da un più esteso utilizzo delle riserve e delle linee di credito collegate alle riserve (ad esempio, tiraggi sul Fondo). Per la prima volta in un decennio si è registrato un netto ridimensionamento delle importazioni dei PVS non petroliferi e della crescita del loro PIL; i deficit di parte corrente sono diminuiti di circa 20 miliardi di dollari (Tav. 2).

Vi sono alcuni aspetti di questi andamenti, oltre che della situazione debitoria estera, meritevoli di attenzione alla luce delle loro implicazioni nella definizione delle diverse politiche.

a) Benché la posizione esterna dei PVS non petroliferi sia andata deteriorandosi per molti anni, sono stati gli elevati tassi di interesse e la straordinaria forza del dollaro, congiunti a una stagnazione prolungata dell'attività economica mondiale e degli scambi, a condurre quei paesi sull'orlo della crisi finanziaria. Il Fondo moneta-

rio internazionale ha stimato che l'aumento dei tassi di interesse da solo ha rappresentato circa il 40 per cento della lievitazione dei deficit esterni dei PVS non petroliferi a partire dal 1979, e che un aumento di un punto percentuale di tali tassi comporta un incremento di 3 miliardi di dollari nel servizio del debito. Inoltre, ogni punto percentuale di declino della crescita dei paesi industriali riduce le esportazioni dei paesi emergenti di circa 10 miliardi di dollari. In effetti, nel 1982 il valore delle esportazioni di questi ultimi è diminuito di circa il 4 per cento. Non vi sono dubbi che se le loro esportazioni avessero continuato ad aumentare del 15-20 per cento, come è avvenuto dopo il primo *shock* petrolifero fino al 1980, la loro capacità di far fronte al servizio del debito non si sarebbe ridotta fino al punto di minacciare la stabilità del sistema bancario internazionale.

L'ordinato ritorno a più congrui oneri del servizio del debito richiede che il tasso di crescita dei proventi delle esportazioni dei PVS ecceda il costo medio del loro indebitamento. Con tassi di interesse all'attuale livello e con una crescita dei paesi industriali attestata sul 2-3 per cento, sarà possibile soddisfare tale condizione solo nel periodo 1983-1984.

b) Poiché gran parte dell'indebitamento è concentrata su un piccolo numero di paesi, non si possono sottovalutare i rischi che incombono sulla stabilità finanziaria mondiale. Nel 1982, circa il 40 per cento dell'indebitamento e la metà dei pagamenti relativi al servizio del debito hanno interessato soltanto sei paesi; giacché la loro quota di indebitamento bancario a breve è più alta della media, tali paesi sono più esposti ai contraccolpi degli sviluppi negativi dei mercati finanziari internazionali.

c) In mancanza di nuovi finanziamenti bancari internazionali è irrealistico ipotizzare che anche i più severi programmi di aggiustamento da parte dei paesi in difficoltà possano rivelarsi duraturi.

Secondo le stime del Fondo, con tassi di crescita del PIL del 2-3 per cento nei paesi industriali e del 4-5 per cento nei paesi emergenti non petroliferi, i deficit di parte corrente di questi ultimi diminuiranno gradualmente nei prossimi anni per raggiungere il 15 per cento delle loro esportazioni. Il mantenimento di tali deficit richiede tuttavia un accresciuto flusso di finanziamenti da parte del si-

stema bancario internazionale a un tasso del 7-8 per cento annuo. Tale aumento sarebbe compatibile con una progressiva riduzione dell'indebitamento dei PVS in rapporto al PIL e alle esportazioni, e pertanto non sembra inconciliabile con le condizioni poste dalle banche commerciali.

d) L'onere del servizio del debito non è divenuto insostenibile per tutti i paesi emergenti; molti di essi hanno ancora accesso ai mercati internazionali. Infatti, il drastico ridimensionamento nel finanziamento estero non è stato un fenomeno generalizzato. Mentre nel 1982 i finanziamenti delle banche commerciali ai paesi dell'America latina sono diminuiti di due terzi, quelli verso paesi di altre aree si sono mantenuti ai livelli dell'anno precedente.

## 2. Le prospettive di ripresa economica

Nei mesi recenti i segni di una ripresa della produzione si sono rafforzati negli Stati Uniti e hanno cominciato a manifestarsi in Giappone e in Europa. L'inflazione è stata portata ai livelli precedenti il primo *shock* petrolifero. La diminuzione dei prezzi del petrolio sta creando margini per un'espansione della domanda interna nei paesi importatori di petrolio e sta riducendo le pressioni dal lato dei costi.

Tuttavia, ci si attende un moderato tasso di ripresa data la cauta gestione della domanda nei maggiori paesi; in generale, si ritiene che continuerà a essere assegnata un'elevata priorità alla riduzione dei disavanzi pubblici di natura strutturale e alle politiche monetarie volte a tenere sotto controllo l'inflazione.

La ripresa della produzione mondiale è strettamente dipendente dall'andamento degli eventi statunitensi, dove le ripercussioni della politica di bilancio sui tassi di interesse continuano a essere fonte di grande incertezza. Sebbene l'ammontare del deficit per l'anno in corso, stimato intorno al 4 per cento del PIL, non sia eccezionalmente elevato in rapporto al basso livello di attività, il suo finanziamento assorbe una larga quota del risparmio interno. Maggiore preoccupazione desta inoltre il fatto che non ci si attende una contrazione di tale disavanzo in rapporto al PIL anche in condizioni di piena occupazione. Le proposte formulate al riguardo dall'Amministrazione — contenimento al 2,5 per cento del PIL del disavanzo fede-

rale di piena occupazione — sono state recentemente respinte dal Congresso.

Questi fattori debbono essere considerati come la causa principale della persistenza degli alti tassi di interesse nei mercati finanziari statunitensi. Non ci si attendono significative riduzioni dei tassi di interesse, giacché la Riserva federale deve conciliare il suo fabbisogno finanziario con la necessità di frenare l'espansione monetaria. Inoltre, i tassi di interesse potrebbero rivelarsi troppo elevati per sostenere la crescita della domanda privata, in particolar modo quella per investimenti. Vale la pena ricordare che, durante il 1982, la caduta delle componenti della domanda finale più elastiche rispetto ai tassi di interesse — che ha fatto seguito agli aumenti dei saggi nel secondo trimestre — è stata la causa principale del ritardo nell'accelerazione della ripresa statunitense.

La prospettiva del protrarsi di alti tassi di interesse nei mercati USA ha portato il tasso effettivo del dollaro vicino al suo massimo del novembre 1982 e sta ancora una volta causando pressioni al rialzo sui tassi di interesse negli altri maggiori paesi, dove alcune riduzioni sarebbero giustificate.

I dati sui tassi di interesse reali a lungo termine e sulla crescita del PIL nei principali paesi industriali durante gli ultimi 25 anni sono riportati nella Figura 1. Si può osservare che i tassi di interesse sono attualmente, per la maggior parte dei paesi, al livello più elevato dell'intero periodo, e che in passato le riprese economiche sono state generalmente precedute da un periodo in cui i tassi di interesse reali erano bassi, e talvolta negativi. La situazione attuale deve perciò essere giudicata con preoccupazione.

## 3. Necessità di un migliore coordinamento delle politiche

Il quadro dell'economia mondiale che si delinea mostra perciò un equilibrio precario; scarso affidamento può essere fatto sulla capacità del sistema di rafforzarsi da solo. È questo il nodo che rende necessario più di ogni altra cosa migliorare il coordinamento delle politiche economiche.

Sono tre le aree nelle quali occorre concentrare ulteriori sforzi nel breve termine, e precisa-

mente: 1) il debito estero; 2) il finanziamento degli squilibri nei pagamenti internazionali; 3) le politiche macroeconomiche e dei tassi di cambio nei piú importanti paesi industriali.

1) Fino a che il peso del debito non sarà alleggerito dalla ripresa dell'economia mondiale e da politiche di aggiustamento, non si potranno escludere ulteriori richieste di rinegoziazione dei debiti. Tali richieste dovranno continuare ad essere prese in considerazione nel loro merito e alla luce dei progressi fatti nel processo di aggiustamento esterno. Le proposte recentemente avanzate per un consolidamento generalizzato dei debiti non dovrebbero essere prese in considerazione. Operazioni di questo tipo turberebbero inevitabilmente la normale prassi dell'intermediazione finanziaria, con il rischio che anche i paesi che tuttora godono di soddisfacente credito vedrebbero permanentemente ridotto il proprio accesso ai mercati internazionali. Un approccio del tipo "caso per caso" non implica necessariamente una mancanza di metodo: in effetti, il quadro di riferimento del Club di Parigi, che opera già da molti anni, e il ruolo piú attivo svolto recentemente dal FMI sembrano offrire ampie assicurazioni che un elevato grado di flessibilità può essere combinato con un trattamento uniforme dei vari interessi in gioco.

2) Per il futuro, il declino dell'attività di prestito a breve, che sta provocando tensioni nella posizione di liquidità di molti paesi, dovrà essere fronteggiato con un incremento delle risorse rese disponibili attraverso i canali ufficiali. Nel 1981-82 il Fondo monetario internazionale e la Banca mondiale, con le sue affiliate, hanno considerevolmente aumentato i loro prestiti netti, coprendo circa il 20 per cento del finanziamento esterno dei paesi in via di sviluppo. Per mantenere a un livello adeguato i flussi di finanziamento, le risorse del Fondo potrebbero essere integrate con finanziamenti a breve termine in attesa che l'incremento delle quote del Fondo e l'ampliamento delle linee di credito nell'ambito del GAB diventino effettive, mentre la dotazione di capitale delle istituzioni multilaterali per lo sviluppo deve essere rafforzata, al fine di aumentare la loro capacità di prestito. Ciò che è necessario a questo riguardo è che le autorità dei maggiori paesi industriali, a cominciare dagli Stati Uniti, assumano un atteggiamento positivo nei confronti

del problema delle risorse delle istituzioni monetarie e per lo sviluppo internazionali.

Con la graduale correzione negli squilibri dei pagamenti, si renderanno disponibili margini piú ampi per il finanziamento dai mercati privati. Un miglioramento della funzione di vigilanza sull'attività bancaria internazionale e maggiori informazioni sull'esposizione dei mutuatari sovrani dovrebbero contribuire a evitare gli errori del recente passato. A tal fine, le banche centrali del Gruppo dei Dieci hanno rielaborato la disciplina che regola la divisione delle responsabilità di vigilanza sugli insediamenti esteri delle banche, onde assicurare che nessuna attività bancaria internazionale possa sfuggire a un efficace controllo. Ciò ha portato alla revisione del Concordato di Basilea, pubblicato alcuni giorni fa. Si è cercato anche di rendere piú severi gli *standards* prudenziali di vigilanza, incorporando nel Concordato, in particolare, il principio che i controlli sull'adeguatezza del capitale delle banche internazionali e sulla loro esposizione debbano essere effettuati su base consolidata.

In questo contesto, le sollecitazioni rivolte dal FMI alle banche commerciali devono essere interpretate piú come una indicazione delle condizioni necessarie per la congruità finanziaria dei programmi di aggiustamento che come una indebita interferenza nell'indipendenza del processo decisionale delle banche stesse. Mentre il ruolo svolto dal FMI nella raccolta di informazioni e nell'azione di coordinamento è stato estremamente utile, le procedure eccezionali seguite in casi di estrema gravità non potrebbero essere applicate in maniera generalizzata senza essere controproducenti.

3) Le riflessioni sopra svolte sulle prospettive di una ripresa economica indicano che nelle politiche seguite attualmente da alcuni paesi industriali vi sono aspetti che possono essere affrontati al fine di favorire l'espansione dell'economia mondiale; in particolare, appare desiderabile uno spostamento nella combinazione di politiche degli Stati Uniti verso una piú severa politica di bilancio e, forse, un atteggiamento meno rigido nel perseguire la riduzione dei disavanzi pubblici in Giappone e nella Germania federale. Oltre a ciò, la gestione della politica economica, specialmente di quella monetaria, ha implicazioni per i tassi di cambio.



Dieci anni fa la fine del sistema di Bretton Woods ha inaugurato un periodo di accentuata instabilità dei tassi di cambio e di maggiori difformità negli andamenti delle economie dei paesi industriali. I tassi di cambio flessibili hanno consentito al sistema di assorbire quelle difformità, rese più accentuate dagli *shocks* petroliferi. Tuttavia, contrariamente alle aspettative, essi non hanno isolato le economie nazionali dagli *shocks* esterni reali e monetari, ed è anche dubbio che essi abbiano aumentato il grado d'indipendenza dei singoli paesi nella gestione della politica economica. Allo stesso tempo, prolungate divergenze dei tassi di cambio dai *fundamentals* economici hanno aggravato le tendenze inflazionistiche e deflazionistiche dell'economia reale, distorto l'allocazione delle risorse e fomentato spinte protezionistiche. Tali divergenze non sono diminuite con la riduzione dell'inflazione e con la convergenza delle economie reali conseguite in alcuni paesi industriali nel corso dell'ultimo anno.

Se consideriamo il periodo 1976-1983, possono essere identificati due lunghi cicli nell'andamento del tasso di cambio del dollaro nei confronti delle altre più importanti valute. Fino al 1979 politiche monetarie relativamente più restrittive in Europa e in Giappone hanno provocato un indebolimento del dollaro ben oltre ciò che era giustificabile sulla base della situazione economica sottostante. In seguito, una politica relativamente più severa adottata negli Stati Uniti ha portato al notevole rafforzamento del dollaro, tuttora in corso.

A causa della lentezza con la quale i flussi commerciali e le altre variabili reali si adeguano ai movimenti del cambio, lievi mutamenti di rotta nella politica monetaria hanno una influenza dominante sui tassi di cambio. Di conseguenza, la mancanza di coordinamento tra le politiche monetarie può provocare ampie e prolungate divergenze dei tassi di cambio rispetto alle condizioni economiche sottostanti, e rende spesso necessario effettuare aggiustamenti deflazionistici nei paesi che seguono politiche relativamente più espansive.

È chiaro da quanto detto sopra che la funzione degli interventi sui mercati valutari è solo complementare: essi possono contribuire a limitare la variabilità del tasso di cambio e a stabilizzare le aspettative nel breve termine, ma non possono

contrastare fondamentali tendenze di mercato.

D'altra parte, l'impegno per una politica comune dei tassi di cambio, richiedendo coerenti adattamenti delle politiche monetarie e delle altre politiche interne, può costituire il punto di partenza per un efficace coordinamento. Senza bisogno di riandare all'epoca dei tassi di cambio fissi, lo SME offre un esempio di tassi di cambio aggiustabili, nel quale una comune politica di cambio ha promosso un certo grado di coordinamento nella gestione della politica monetaria.

In ogni caso, il requisito preliminare essenziale per una maggiore stabilità dei tassi di cambio rimane una più stretta cooperazione, particolarmente nel campo della politica monetaria, accompagnata da una graduale convergenza dei tassi di inflazione tra i paesi industriali, convergenza che è attualmente in corso.

#### 4. Necessità di migliorare i sistemi monetari e commerciali

Gli eventi degli ultimi dieci anni hanno sollevato seri dubbi sulla capacità dei meccanismi di mercato di regolare in maniera soddisfacente la creazione di liquidità internazionale: dopo un periodo di eccessiva creazione sembra che ci stiamo dirigendo verso una ingiustificata situazione opposta, mentre il sistema continua a soffrire di considerevole instabilità.

Bisogna fare attenzione all'evoluzione della liquidità internazionale. Il problema è se stia emergendo un bisogno globale di liquidità dopo due anni di diminuzione delle riserve ufficiali, e se l'offerta attuale di liquidità internazionale possa sostenere l'auspicata ripresa del commercio mondiale. La questione assumerà un'importanza crescente, specialmente se la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti resterà in attivo e gli alti tassi di interesse continueranno a drenare liquidità sui mercati esteri. In queste circostanze una nuova allocazione di DSP potrebbe essere presa in considerazione quest'anno.

Il grado di comprensione dei processi di creazione e assorbimento della liquidità internazionale è ancora insufficiente e pertanto s'impone un'ampia riconsiderazione di tutti gli aspetti coinvolti in tali processi. Mentre la direzione e l'am-

bito dei futuri studi non dovrebbero essere fissati *a priori*, è dubbio che semplici formule o un ritorno al passato, come propongono i sostenitori del sistema ancorato sull'oro, possano fornire soluzioni adeguate ai problemi di questo decennio e del futuro.

Un atteggiamento più fruttuoso potrebbe essere quello di esplorare i possibili modi di estendere il ruolo del FMI nella regolazione della liquidità internazionale. Il DSP, come metro monetario largamente indipendente dall'evoluzione delle politiche economiche di un singolo paese, potrebbe costituire la pietra angolare di tale sistema. Se questo strumento di riserva deve assumere un ruolo centrale, esso deve diventare il veicolo delle operazioni attive e passive del FMI. Allo stesso tempo la creazione di liquidità internazionale attraverso altri canali deve essere limitata e la sua distribuzione controllata.

Un'altra area cruciale, nell'ambito della quale si potrebbe dare nuovo stimolo al coordinamento internazionale, è quella delle politiche commerciali. Durante gli anni sessanta e larga parte dei settanta, il commercio internazionale ha dato un notevole impulso all'espansione dell'economia mondiale e al benessere generale. Una protratta stagnazione dell'attività economica, severi vincoli esterni e ampi spostamenti nelle quote di mercato dovuti a distorsioni dei tassi di cambio, hanno dato luogo all'attuale ondata di pressioni protezionistiche. Esse dovrebbero essere contrastate, poiché costituiscono la più grave minaccia al ripristino di una crescita equilibrata e sostenuta.

La riduzione delle barriere che limitano l'accesso ai mercati dei paesi industriali aiuterebbe molto ad alleviare le difficoltà dei paesi in via di sviluppo e a ridurre il bisogno di assistenza finanziaria. I benefici economici di cui godrebbero i paesi in via di sviluppo, come risultato di prospettive più credibili per l'espansione del commercio, sarebbero senza dubbio rafforzati da vantaggi politici di carattere più generale derivanti dall'intensificazione dei legami di interdipendenza fra i mercati dei paesi industriali e quelli dei paesi in via di sviluppo.

Priorità assoluta dovrebbe essere attribuita al raggiungimento di nuovi accordi internazionali sulla riduzione equilibrata delle barriere commerciali e al rafforzamento delle istituzioni internazionali che operano in questo campo, primo fra

tutti il GATT. I progressi in questa area possono essere accelerati attribuendo all'obiettivo della liberalizzazione del commercio mondiale un peso maggiore nelle politiche creditizie del FMI e della Banca mondiale.

## 5. Conclusioni

Riassumendo, le condizioni economiche e finanziarie internazionali non dovrebbero essere valutate con pessimismo. Molti fattori si stanno muovendo nella giusta direzione e i progressi che sono stati compiuti per rimediare agli squilibri finanziari e per ridurre l'inflazione in alcuni importanti paesi costituiscono un buon punto di partenza per il ripristino di una crescita equilibrata.

Una ripresa più accentuata e un aumento degli scambi internazionali contribuirebbero ovviamente ad attenuare i problemi di indebitamento di molti paesi. Le politiche che vengono gradualmente perseguite, con l'intento di realizzare l'aggiustamento esterno dei paesi debitori e di rafforzare la stabilità finanziaria mondiale, dovrebbero contribuire in maniera determinante a impedire il manifestarsi di nuove situazioni di grave crisi. Tuttavia, occorrerà prendere le opportune misure al fine di evitare che gli eventi del 1982 si ripetano e che l'incipiente ripresa venga frenata. Ulteriori riduzioni dei tassi di interesse assumono a questo riguardo importanza decisiva.

Ho individuato un certo numero di aree problematiche, dove si rende necessario un rafforzamento della cooperazione internazionale nel breve e nel medio periodo. Soluzioni rapide per la maggior parte di tali problemi non si raggiungeranno probabilmente con negoziazioni o nuove conferenze mondiali, dove le questioni verrebbero discusse dall'intera comunità internazionale; personalmente non riesco a immaginare una soluzione contemporanea di tutti i problemi, dall'indebitamento estero alla ripresa economica, dalla stabilità finanziaria alle esigenze di sviluppo. Ritengo piuttosto che maggiori progressi possano essere ottenuti nei singoli campi, identificando un numero ristretto di priorità e perseguendole con determinazione e realismo a livello adeguato.

Un simile metodo ha i suoi costi. Concentrarsi su problemi specifici può comportare la perdita della visione di insieme e del senso di indirizzo;

tuttavia esso ha il grande vantaggio di assicurare una stretta corrispondenza fra fini e mezzi e una graduale stratificazione di successi tali da rafforzare il sistema e di agevolare il soddisfacimento dei bisogni mutevoli. Fino ad ora, per necessità obiettive, abbiamo concentrato la maggior parte

delle nostre energie e dei nostri sforzi per stabilizzare una situazione che minacciava di sfuggirci di mano. È possibile che si creino le condizioni per dedicare la nostra attenzione a più estesi intervalli temporali e ai mezzi per realizzare miglioramenti decisivi nel Sistema monetario internazionale.

Tav. 1

**Paesi a economia pianificata e in via di sviluppo non petroliferi: debito estero e servizio del debito**  
(miliardi di dollari)

V O C I	1979	1980	1981	1982 (1)
<b>Paesi in via di sviluppo non petroliferi</b>				
Debito totale .....	400	470	550	610
a breve termine .....	60	80	100	110
nei confronti del sistema bancario.....	210	260	310	350
<i>In percentuale delle esportazioni .....</i>	<i>119</i>	<i>113</i>	<i>125</i>	<i>143</i>
Servizio del debito (2)	65	76	95	107
quota interessi .....	28	40	55	59
quota capitale.....	37	36	40	48
<i>In percentuale delle esportazioni .....</i>	<i>19</i>	<i>18</i>	<i>20</i>	<i>24</i>
<b>Paesi a economia pianificata</b>				
Debito totale .....	81	89	92	86
nei confronti del sistema bancario.....	56	60	61	53
<i>In percentuale delle esportazioni .....</i>	<i>150</i>	<i>150</i>	<i>170</i>	<i>150</i>
<i>Servizio del debito in percentuale delle esportazioni (2) ...</i>	<i>82</i>	<i>80</i>	<i>90</i>	<i>80</i>
LIBOR a sei mesi (3).....	12,2	14,0	16,6	13,5

Fonti: FMI e OCSE.  
(1) Dati stimati. — (2) Sul debito a medio e a lungo termine. — (3) Media annua sui depositi in dollari.

Tav. 2

**Paesi in via di sviluppo non petroliferi: finanziamento del disavanzo corrente,  
debito e servizio del debito**

*(miliardi di dollari)*

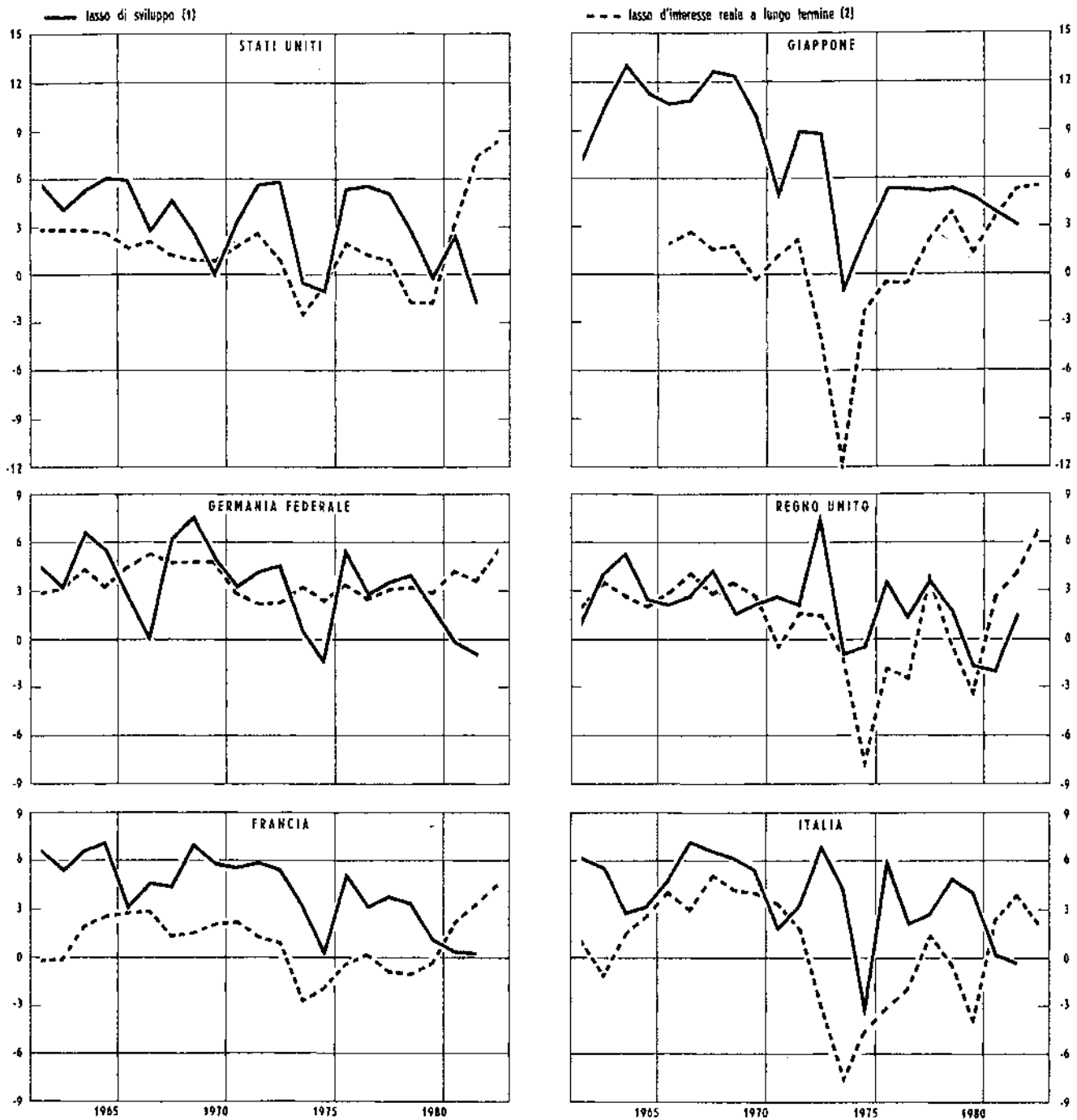
V O C I	1974-75 (1)	1976-78 (1)	1979-81 (1)	1982
<b>Tutti i paesi</b>				
Disavanzo delle partite correnti .....	43	34	86	87
Indebitamento esterno netto .....	42	46	89	69
fonti ufficiali a lungo termine .....	9	12	10	20
fonti private a lungo termine .....	14	18	31	27
altre fonti (2) .....	19	16	48	22
Variazioni nelle riserve ufficiali (— = aumento) .....	1	— 12	— 3	18
Debito totale (3) .....	191	336	555	611
<i>Servizio del debito in percentuale delle esportazioni (4) ...</i>	<i>15</i>	<i>17</i>	<i>19</i>	<i>24</i>
<b>Africa</b>				
Disavanzo delle partite correnti .....	8	7	12	16
Indebitamento esterno netto .....	8	8	10	13
fonti ufficiali a lungo termine .....	2	3	5	4
fonti private a lungo termine .....	2	2	1	3
altre fonti (2) .....	4	3	4	6
Variazioni nelle riserve ufficiali (— = aumento) .....	0	— 1	2	3
Debito totale (3) .....	22	42	61	67
<i>Servizio del debito in percentuale delle esportazioni (4) ...</i>	<i>7</i>	<i>10</i>	<i>13</i>	<i>20</i>
<b>Asia</b>				
Disavanzo delle partite correnti .....	10	4	20	16
Indebitamento esterno netto .....	11	9	24	20
fonti ufficiali a lungo termine .....	3	4	6	7
fonti private a lungo termine .....	0	1	3	4
altre fonti (2) .....	8	4	15	9
Variazioni nelle riserve ufficiali (— = aumento) .....	— 1	— 5	— 4	— 4
Debito totale (3) .....	40	67	101	115
<i>Servizio del debito in percentuale delle esportazioni (4) ...</i>	<i>8</i>	<i>8</i>	<i>9</i>	<i>10</i>
<b>America latina</b>				
Disavanzo delle partite correnti .....	16	11	33	35
Indebitamento esterno netto .....	15	17	35	19
fonti ufficiali a lungo termine .....	2	3	4	4
fonti private a lungo termine .....	8	13	22	14
altre fonti (2) .....	5	1	9	1
Variazioni nelle riserve ufficiali (— = aumento) .....	1	— 6	— 2	16
Debito totale (3) .....	69	114	193	214
<i>Servizio del debito in percentuale delle esportazioni (4) ...</i>	<i>30</i>	<i>35</i>	<i>39</i>	<i>54</i>

Fonte: FMI.

(1) Flussi medi annuali o percentuali nel periodo di riferimento, fatta eccezione per il debito totale. — (2) Comprende i flussi di capitale privato a breve, i finanziamenti straordinari, l'utilizzo netto dei prestiti del Fondo ed errori ed omissioni. — (3) Consistenze a fine periodo. — (4) Esportazioni di beni e servizi.

Fig. 1

Principali paesi industriali: tasso di sviluppo e tasso di interesse reale



Fonte: FMI.

(1) Variazioni percentuali del PNL per gli Stati Uniti, il Giappone e la Germania federale; variazioni percentuali del PIL per la Francia, il Regno Unito e l'Italia. — (2) Rendimento medio effettivo delle obbligazioni degli istituti di credito speciale per l'Italia e rendimento dei titoli statali per gli altri paesi, depurati dell'aumento medio dei prezzi al consumo; per il 1983 sono stati utilizzati per i tassi di interesse e di inflazione gli ultimi dati disponibili.

## Intervento del Governatore all'Associazione Bancaria Italiana

*Assemblea ordinaria  
Roma, 21 giugno 1983*

Questa assemblea, a cui rivolgo un cordiale saluto e un fervido augurio, segue di pochi giorni quella della Banca d'Italia e invita a sviluppare ulteriormente temi delle Considerazioni finali diversi da quelli, immediatamente pressanti per la politica monetaria, dell'inflazione, della dinamica dei costi, della spesa e del debito dello Stato.

Vorrei in particolare soffermarmi sul coordinamento della vigilanza bancaria a livello internazionale dopo il recente "concordato" di Basilea, e richiamare da ultimo il tema dell'efficienza del nostro sistema creditizio.

L'espansione delle banche al di là dei confini dei singoli paesi, attraverso stabilimenti collegati in varie forme giuridiche alla casa madre, e l'integrazione internazionale dei mercati bancari hanno richiesto di adattare alla nuova realtà ordinamenti ispirati a una logica strettamente nazionale.

In un mondo composto di mercati chiusi, o comunque delimitati e scarsamente integrati, sono chiaramente individuate sia la banca centrale a cui l'ente creditizio può rivolgersi per il rifinanziamento sia l'autorità cui compete vigilare sul medesimo ente. L'apertura internazionale dei sistemi bancari comporta il rischio del formarsi di zone grigie, nelle quali è incerto se a una determinata attività d'intermediazione corrispondano un prestatore di ultima istanza e un'autorità di vigilanza.

Nella prima metà degli anni settanta la caduta del sistema di cambi fissi e le conseguenze del primo *shock* petrolifero misero a dura prova la stabilità bancaria internazionale; l'accentuarsi dei rischi di cambio e il diffondersi del timore che mutuatari sovrani e imprese multinazionali divenissero incapaci di far fronte al servizio del debito rischiarono di innescare un circuito perverso di illiquidità e di insolvenza. Nel 1974 i dissesti di numerose banche in diversi paesi occidentali resero acuto il pericolo di un'ondata di sfiducia nella capacità delle banche di reggere l'urto della crisi.

La reazione delle maggiori banche centrali fu pronta. In un breve comunicato, diffuso a Basilea nel settembre del 1974, i Governatori dichiararono di disporre degli strumenti necessari a fronteggiare situazioni di illiquidità temporanea negli euromercati e riaffermarono la discrezionalità nell'uso di quegli strumenti: escludendosi qualsiasi garanzia *a priori* di sostegno, si richiamavano i banchieri alle loro responsabilità.

Sull'altro e distinto piano, quello relativo alla vigilanza, si avviarono gli incontri e gli approfondimenti che condussero all'approvazione, nel 1975, del documento noto come concordato di Basilea. Essendo utopistica, allora come oggi, l'ipotesi di assoggettare i mercati internazionali al controllo di un'autorità sovranazionale, la soluzione fu ricercata nella cooperazione fra le autorità di vigilanza dei singoli paesi.

Più di recente, la constatazione dell'esistenza di lacune nella disciplina allora introdotta e l'opportunità di eliminare equivoci interpretativi, insieme con i rischi rinnovati di instabilità dei mercati internazionali, hanno indotto a una rielaborazione del concordato, sfociata nel nuovo documento reso pubblico nei giorni scorsi.

Il nuovo testo racchiude in sé due modelli, su cui fonda il perseguimento dei propri obiettivi.

Il primo modello è quello ideale, rilevante in una prospettiva di lungo termine degli assetti istituzionali e dei rapporti tra organi di vigilanza. Esso presuppone che in tutti i paesi si eserciti una supervisione adeguata e che non vi siano ostacoli allo scambio di informazioni tra gli stabilimenti esteri e le case madri e tra le autorità di controllo. In un mondo siffatto per gli organi di vigilanza si tratterebbe soltanto di attivare i canali idonei a disporre dei dati necessari per l'efficace svolgimento dei propri compiti.

Ma il nuovo documento non si limita a questo. Piú del precedente, prende atto delle imperfezioni

e della complessità della realtà e propone altresì un modello operativo, di immediata applicabilità.

Esso tiene conto dei varchi che possono esistere nelle difese preventive a livello internazionale. Stabilimenti facenti parte di gruppi bancari possono trovarsi al di fuori della vigilanza del paese di insediamento in quanto "non banche" e costituire, come nel caso delle *holdings* intermedie, uno schermo nei confronti dell'autorità del paese della casa madre. Le normative sul segreto bancario possono essere di impedimento alla circolazione di informazioni rilevanti a fini di vigilanza. Nei paesi di insediamento o in quelli di origine possono esservi strutture e poteri di controllo carenti o solo nominali.

I criteri di base fanno riferimento alla diversa natura degli stabilimenti esteri (filiali, filiazioni, banche consortili) e ai diversi aspetti della vigilanza (liquidità, operazioni e posizioni in cambi, solvibilità). Il concordato non esclude, anzi prevede espressamente, che sul medesimo stabilimento la vigilanza venga esercitata sia da parte delle autorità del paese ospitante sia da parte di quelle del paese della casa madre. La rispettiva competenza è correlata alla misura della responsabilità della casa madre per la conduzione dello stabilimento estero. Anche nel caso di responsabilità giuridica della casa madre, come avviene per le filiali, la competenza a vigilare dell'autorità del paese d'origine non esclude quella dell'autorità del paese ospitante: la cooperazione tra le due autorità è principio fondamentale della vigilanza internazionale.

Viene opportunamente rivalutato uno strumento, quello autorizzativo, che, in assetti istituzionali diversi da quello italiano, normative ispirate a malintesi principi liberistici hanno mancato di attribuire o hanno sottratto, in tutto o in parte, alle autorità di vigilanza.

Fuorvianti letture del concordato del 1975 potevano inoltre far presumere un inesistente obbligo di salvataggio di istituti in crisi a carico della banca centrale del paese della casa madre.

La vigilanza è chiamata a perseguire obiettivi di stabilità ed efficienza del sistema bancario e dei suoi membri; si adopera per prevenire le crisi bancarie; non può certo fornire la garanzia che, qualora esse avvengano, gli effetti saranno indolori. Occorre distinguere nettamente tra funzione di vigilanza e funzione di rifinanziamento, sia nel

caso di crisi di liquidità sia, *a fortiori*, nel caso di misure di tutela dei depositanti e, in generale, dei creditori di banche in dissesto. È solo alla prima funzione che si riferiscono gli impegni di Basilea, come la nuova stesura del concordato ribadisce in modo esplicito: "Il documento tratta esclusivamente della competenza delle autorità di vigilanza bancaria nel controllare la condotta prudenziale e la solidità dell'attività degli stabilimenti esteri delle banche. Esso non si riferisce agli aspetti del ruolo delle banche centrali come prestatrici di ultima istanza".

Il credito di ultima istanza a singoli intermediari finanziari è il compito originario delle banche centrali, intrinsecamente connaturato alla loro funzione primaria di salvaguardare la stabilità delle strutture creditizie. Costringerlo entro criteri di concessione predeterminati, oltre che arduo sul piano istituzionale, sarebbe antinomico con la imprescindibile discrezionalità della sua gestione.

Non solo la vigilanza è in taluni paesi sottratta alla banca centrale e affidata a organismi governativi del tutto scissi dalla funzione di credito di ultima istanza, ma le forme tecniche di quest'ultimo variano notevolmente tra le stesse banche centrali che sono solite riunirsi presso la Banca dei regolamenti internazionali.

In alcuni paesi la flessibilità operativa di cui gode la banca centrale è tale da permetterle di effettuare, nei soli limiti fissati dal proprio capitale e dalle proprie riserve, prestiti e depositi a banche in difficoltà alle condizioni di volta in volta ritenute più opportune per la soluzione del caso singolo. In Italia, il rifinanziamento da parte della banca centrale è molto più rigido. Esso si basa su una normativa che risale al secolo scorso, allorché gli istituti di emissione continuavano ad assumersi l'alea di prestiti all'economia ed erano in concorrenza con le banche commerciali. Ne risente, in termini di flessibilità e in ultima analisi di costo, l'azione di sostegno di liquidità, nella fase in cui si tenta il risanamento di un'azienda di credito e nella stessa fase successiva alla confluenza del vecchio organismo bancario in altri già operanti o di nuova creazione. L'elasticità del rifinanziamento andrebbe legislativamente accresciuta, segnatamente nelle garanzie ammissibili e per il caso di istituti di credito posti in gestione straordinaria.

Ma al di là degli aspetti istituzionali, la pre-terminazione e l'annuncio di un impegno delle banche centrali a sostenere istituti illiquidi, o addirittura insolventi, negherebbero alla radice il principio, irrinunciabile ai fini di una efficiente allocazione delle risorse, del rischio connesso con l'intermediazione bancaria, interna e internazionale.

Il sistema bancario italiano ha partecipato al processo di sviluppo dell'attività bancaria internazionale. Un quinto della intermediazione da esso effettuata può infatti qualificarsi come attività internazionale. Quest'ultima è attribuibile per il 40 per cento a unità operative (principalmente filiali, ma anche filiazioni) insediate in paesi esteri. Esse fanno capo alle quattordici maggiori banche, nelle quali si concentrano più di tre quarti dell'attività internazionale del nostro sistema bancario. L'attività delle filiali estere si è accresciuta più rapidamente della complessiva attività internazionale del sistema.

Le aziende di credito italiane hanno saputo conservare la loro quota negli xeno-mercati, la cui forte crescita sino al 1982 è documentata dalle statistiche della Banca dei regolamenti internazionali. Per stare sul mercato e fronteggiare la concorrenza, gli stabilimenti esteri devono poter adeguare la loro operatività alle condizioni della piazza di insediamento. Si tratta di mercati molto competitivi; le operazioni che vi si svolgono richiedono elevata specializzazione e presentano peculiarità tali da caratterizzare il rischio complessivo che le banche vi assumono. Gli aspetti della esposizione per paese, per valuta e per scadenza divengono massimamente rilevanti. Essi richiedono sistemi di controllo efficienti all'interno delle aziende e attento riscontro da parte degli organi di vigilanza.

Le linee del documento approvato a Basilea hanno trovato il nostro paese preparato al loro accoglimento.

La prima esigenza alla quale la normativa del 1981 sulle partecipazioni estere ha inteso corrispondere è stata quella di una semplificazione dei rapporti all'interno dei gruppi bancari a beneficio di una maggiore trasparenza, in modo da consentire più efficaci controlli da parte degli stessi organi interni della casa madre e una più agevole azione da parte delle autorità di vigilanza.

Ciò ha richiesto, nel rispetto della esigenza di rendere minimi gli oneri per la capogruppo, la di-

smisione o la trasformazione in enti creditizi delle *holding companies* esistenti. Il mantenimento di filiazioni sarà ammesso soltanto in centri dotati di vigilanza adeguata e che consentano alle autorità di supervisione della casa madre di ottenere sufficienti informazioni. Le stesse regole valgono per la futura acquisizione di partecipazioni e per il mantenimento e l'apertura di filiali. Nella procedura di autorizzazione di filiali estere in Italia ci si assicura che gli impegni che la banca estera assume in relazione all'attività della propria filiale nel nostro paese siano a conoscenza delle autorità di vigilanza del paese di origine.

Il principio del consolidamento è stato accolto dopo un'approfondita riflessione sulla sua potenziale efficacia e sui suoi limiti. Esso va infatti inteso non come mera applicazione di una tecnica contabile, ma come disamina complessiva della situazione del gruppo bancario sotto i diversi profili di vigilanza: non può surrogare il vaglio del singolo ente appartenente al gruppo, condotto dall'autorità del paese di insediamento, ma deve aggiungersi ad esso.

L'arricchimento delle conoscenze sull'attività delle banche italiane a cui fanno capo gruppi internazionali è stato avviato fin dal 1981 con rilevazioni concernenti i dati consolidati, i flussi finanziari tra le banche e le loro partecipate estere, l'esposizione per paese, sia delle case madri sia delle loro filiali e filiazioni estere.

Il nuovo concordato potrà contribuire in misura considerevole al rafforzamento della vigilanza sugli intermediari finanziari impegnati nell'attività internazionale. È necessario nondimeno essere pienamente consapevoli che la saldezza degli istituti di credito risiede in primo luogo nel rispetto sostanziale e formale degli obblighi che la legge impone agli organi interni degli enti creditizi, dai consigli di amministrazione all'assemblea dei soci, ai sindaci.

In un gruppo bancario ad articolazione internazionale, specie quando gli stabilimenti esteri siano costituiti in forma di società distinte, deve essere ricercato il punto ottimale di equilibrio fra l'esigenza di autonomia gestionale delle consociate e quella di una visione d'insieme che garantisca la buona conduzione del gruppo nel suo complesso. Non è sufficiente a questo fine un'oculata scelta degli amministratori, dei dirigenti e dei revisori delle filiazioni; non è suffi-



ciente l'indicazione di linee operative; occorre che la casa madre appresti sistemi, fondati su affidabili flussi informativi, che le consentano un'approfondita conoscenza e valutazione dell'attività delle consociate. Il consolidamento dei conti è, prima ancora che una tecnica di vigilanza, un essenziale strumento di controllo interno della gestione; esso deve riguardare non solo gli aspetti di solvibilità, ma anche quelli di liquidità e di rischio di cambio. Dalle banche italiane operanti mediante propri stabilimenti all'estero, siano essi filiali o filiazioni, ci si attende un impegno organizzativo in questo senso.

Infine, soprattutto nei rapporti interbancari internazionali, la scelta della banca da parte del depositante deve riflettere appieno, nella combinazione tra rendimento atteso e alea che si è disposti ad accettare, il principio del *caveat emptor*, su cui da ultimo si fondano la concorrenzialità e l'efficienza in campo bancario.

In tema di efficienza, nelle Considerazioni finali del maggio scorso, anche attraverso le indicazioni fornite da ricerche svolte dalla Banca d'Italia alle quali viene oggi data diffusione, abbiamo inteso spostare il dibattito dal terreno della polemica a quello dei riscontri oggettivi. Ciò deve spingere le banche ad accentuare e assecondare gli sforzi volti a rimuovere i fattori strutturali che influiscono negativamente sui margini di intermediazione.

La componente dei margini rappresentata dagli ammortamenti e dagli accantonamenti è da noi notevolmente superiore a quella di altri sistemi bancari anche per le difficoltà che, pur essendone stato avviato il superamento, tuttora ostacolano l'apporto di terzi al capitale degli intermediari finanziari. Una concorrenza più elevata e più uniforme agirà nel senso di ridurre i costi e di contenere lo stesso risultato di gestione, pur avendo

presenti i limiti imposti dal grado di rischiosità tipico di una economia segnata dal ristagno produttivo e dall'incertezza.

L'impegno proprio di ogni impresa ad accrescere la produttività e a ridurre i costi deve essere reso più intenso dalla consapevolezza che in specifici aspetti dell'attività bancaria possono realizzarsi importanti progressi operativi e organizzativi.

Ad esempio, nonostante gli investimenti già effettuati e quelli in corso, le potenzialità dell'automazione non sono state pienamente sfruttate; i pagamenti e le transazioni in titoli risentono della complementarità solo parziale dei sistemi elettronici dei singoli istituti; talvolta ci si è limitati a meccanizzare le procedure esistenti, più che a predisporre di nuove secondo le possibilità offerte dagli strumenti di elaborazione e di calcolo. Anche in conseguenza di ciò, nel quinquennio 1977-1981 le aziende di credito italiane hanno visto crescere il numero degli addetti a un tasso medio prossimo al 5 per cento all'anno e il costo del personale si è raggugliato all'80 per cento circa delle spese di gestione, rispetto al 60-70 per cento dei sistemi bancari di altri paesi.

La Banca d'Italia intensificherà il perseguimento dell'efficienza attraverso sollecitazioni concorrenziali fondate sulla trasparenza dei tassi e delle commissioni e sull'informazione del pubblico, e favorirà quegli assetti del sistema bancario che possano innalzare la produttività, qualificare i servizi, contenere i costi. A tale azione verranno in particolare orientati gli strumenti della vigilanza, nel convincimento che le modificazioni della struttura creditizia debbano essere attentamente seguite e talvolta promosse, vincendo le eventuali resistenze e le posizioni precostituite nei segmenti del sistema meno adusi a stare sul mercato in condizioni di piena competitività.

## Il trattamento delle crisi bancarie in Italia

*Intervento del dr. Lamberto Dini  
al Seminario "Banking crisis, comparative solutions"  
Santander, 4-8 luglio 1983*

1. Il compito che mi è stato affidato è quello di esporre, in termini sia di sistema giuridico che di prassi, il modo con cui in Italia vengono affrontate le crisi bancarie e viene data soluzione ai complessi problemi che derivano dalla molteplicità degli interessi, pubblici e privati, in esse coinvolti.

In Italia, non meno che in altri paesi, l'evoluzione della legislazione bancaria è in qualche misura il frutto di crisi bancarie. Fasi di instabilità del sistema o dissesti di grandi aziende di credito inducono il legislatore, spesso sotto la spinta dell'opinione pubblica, a riconsiderare lo statuto dell'impresa bancaria, specificandolo rispetto a quello generale dell'impresa, per perseguire due diversi obiettivi: il primo è quello di creare o rafforzare la vigilanza; il secondo è quello di disciplinare la crisi e i suoi esiti.

Sotto questo secondo profilo, che qui più interessa, è agevole notare come la soluzione della crisi bancaria tenda a divergere nettamente da quella, comune, del fallimento; ciò fin da epoche ancora caratterizzate dalla concezione secondo cui il fallimento è uno strumento essenziale di efficienza del mercato, in quanto, eliminando l'impresa meno concorrenziale, consente una migliore riallocazione delle risorse, umane e di beni, che prima a questa facevano capo. La legislazione bancaria anticipa, in sostanza, quelle discipline, di cui è antesignana la "reorganisation" statunitense, e diffusesi solo in anni recenti in Europa, che tendono alla salvaguardia delle strutture di impresa, specie di quelle grandi o medio-grandi, così ponendosi quali alternative del fallimento allo scopo di minimizzare i costi economici e sociali della crisi.

2. Sul finire del secolo scorso, il dissesto della Banca romana, una delle sei banche abilitate

ad emettere biglietti allora esistenti in Italia, costituì l'occasione per un verso di una organica legislazione sugli istituti di emissione, per altro verso di una disciplina della liquidazione largamente derogatoria rispetto al diritto comune. Malgrado il suo carattere eccezionale e limitato, questa disciplina merita di essere ricordata perché, affidando la liquidazione della Banca romana allo Stato e, "per delega", alla Banca d'Italia, introduceva un meccanismo di gestione della crisi bancaria che avrebbe avuto largo sviluppo nella legislazione successiva: l'aspetto più rilevante e, si potrebbe dire, rivoluzionario di questo meccanismo era lo spostamento dall'autorità giudiziaria all'autorità tecnica del credito della competenza a sovrintendere alla liquidazione della banca in dissesto.

Dopo la prima guerra mondiale, le difficoltà di riconversione delle industrie belliche misero a dura prova le banche, largamente immobilizzate nei confronti di tali industrie. Una legislazione speciale consentì alla Banca d'Italia un'azione di sostegno delle maggiori banche, evitando la diffusione della crisi all'intero sistema. Nello stesso periodo, le veniva attribuito il monopolio dell'emissione e si introduceva una prima embrionale disciplina di vigilanza, anch'essa affidata alla Banca d'Italia.

La depressione dei primi anni trenta, accentuando le difficoltà delle imprese, rese stringente l'esigenza di superare il modello della banca mista. Creato l'Istituto per la ricostruzione industriale, che assunse le partecipazioni industriali delle tre maggiori banche (Banca commerciale italiana, Credito italiano, Banco di Roma), ricondotte queste tre aziende a un modello di banca pura, costituito l'Istituto mobiliare italiano per sopperire alle esigenze finanziarie a medio termine delle imprese, i tempi apparvero maturi per

una disciplina organica del credito e del risparmio.

La legge bancaria del 1936, tuttora vigente anche se con alcune modifiche apportate successivamente, appresta un sistema in cui il risparmio che affluisce alle banche viene tutelato indirettamente mediante un apparato di controlli la cui concreta configurazione viene in larga misura rimessa alle determinazioni delle autorità creditizie, le quali vengono così poste in grado di adeguare prontamente la disciplina all'evolversi delle esigenze che la realtà pone in luce. La medesima legge dedica larga attenzione alla patologia dell'impresa bancaria, individuando una serie di strumenti di intervento, che illustrerò più avanti.

Nel 1974, un altro dissesto bancario, quello della Banca privata italiana, fu l'occasione per formalizzare i modi dell'intervento pubblico in favore dei depositanti di banche insolventi. Anche su questa disciplina mi soffermerò più oltre.

Da ultimo, il dissesto del Banco ambrosiano ha reso ancor più attuale l'esigenza, già da tempo avvertita, di una riconsiderazione del sistema di tutela delle ragioni dei depositanti. Anche di queste riflessioni farò cenno al termine del mio intervento.

3. Prima di affrontare i temi più propriamente di vigilanza, che ho sopra indicato, è bene fornire alcune indicazioni sul quadro istituzionale nel quale la vigilanza stessa si colloca.

La legge bancaria del 1936 aveva istituito un organo *ad hoc*, l'Ispettorato per la difesa del risparmio e per l'esercizio del credito. Nel 1947 le funzioni dell'Ispettorato vennero attribuite alla Banca d'Italia; fu istituito il Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio, presieduto dal Ministro del tesoro e a cui partecipa il Governatore della Banca d'Italia, con il compito di impartire direttive generali per la supervisione sul settore bancario; altre competenze, particolarmente importanti proprio in tema di provvedimenti per fronteggiare crisi aziendali, sono attribuite dalla legge bancaria al Ministro del tesoro.

Per effetto della riforma del 1947 la Banca d'Italia ha quindi aggiunto alle proprie funzioni di banca centrale quelle di organo di vigilanza bancaria.

Quando la crisi bancaria abbia, come spesso avviene, la sua prima manifestazione in difficoltà

di liquidità, ambedue le funzioni vengono in considerazione. Tuttavia, sul piano concettuale non meno che su quello operativo, il rifinanziamento della banca abbisognevole di liquidità va tenuto nettamente distinto dagli interventi di vigilanza. Il primo si svolge mediante strumenti di mercato, sul cui utilizzo l'autonomia della banca centrale è piena, salvi i limiti normativi circa le operazioni effettuabili e le garanzie che devono assisterle. I secondi invece si concretano in provvedimenti, assunti con il concorso di autorità di Governo, e che, pur essendo discrezionali, si fondano su precise disposizioni di legge, le quali ne individuano presupposti, natura ed effetti.

Un'ulteriore connessione tra funzione di rifinanziamento e funzione di vigilanza si ha, nel sistema italiano, in tema di interventi a tutela delle ragioni dei depositanti di banche in dissesto. Questi interventi, come vedremo, si impernano sulla concessione di anticipazioni a tasso agevolato alle aziende di credito che subentrino a banche poste in liquidazione coatta. L'attribuzione alla Banca d'Italia di ambedue le funzioni ha certamente favorito l'adozione di questo meccanismo.

4. La scelta del legislatore del 1936 di privilegiare l'obiettivo del risanamento dell'impresa bancaria e, qualora ciò non si riveli possibile, quello della conservazione delle strutture organizzative dell'impresa stessa si è tradotta in una disciplina speciale che si impernia su due istituti: l'amministrazione straordinaria e la liquidazione coatta amministrativa.

Ambedue le procedure sono disposte con decreto del Ministro del tesoro, su proposta della Banca d'Italia, sentito, salvo che non ricorrano particolari ragioni di urgenza, il Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio; spetta poi al Governatore della Banca d'Italia la nomina dei commissari (straordinari o liquidatori) e alla Banca d'Italia la sorveglianza sulle procedure. Esse si basano sui medesimi presupposti, in particolare l'accertamento di irregolarità amministrative o perdite patrimoniali, richiedendo peraltro la legge un diverso grado di gravità per l'adozione dell'uno o dell'altro provvedimento.

Tuttavia, le due procedure si pongono solo formalmente in rapporto di alternatività; nella sostanza esse danno luogo a una sequenza, essendo la liquidazione coatta uno dei possibili esiti,

quello più sfavorevole, dell'amministrazione straordinaria.

Quest'ultima dà luogo alla temporanea sostituzione degli amministratori dell'azienda di credito; la sua conduzione viene affidata a persone dotate di competenza e indipendenza, allo scopo di individuare le cause della crisi e i modi più adeguati per tentarne il superamento.

Anche in presenza di perdite che azzerino il capitale, l'esistenza di un valore di avviamento, non evidenziabile in bilancio ma apprezzato dal mercato, può indurre gli azionisti o, più spesso, terzi a far affluire nuovo capitale di rischio nella banca, per conseguirne il risanamento patrimoniale. L'acquisizione del controllo da parte di un nuovo gruppo imprenditoriale rende inoltre più agevole la sostituzione del *management* responsabile della crisi. Ad analoghi risultati può pervenirsi mediante l'incorporazione della banca in amministrazione straordinaria da parte di un'altra azienda di credito.

I commissari straordinari, i quali possono durare in carica fino a 18 mesi, sono nella condizione migliore per valutare le possibili soluzioni alternative e condurre le trattative con la vecchia proprietà e i potenziali acquirenti, garantendo a questi ultimi la veridicità delle informazioni sulla situazione aziendale.

Negli ultimi dieci anni in Italia sono state avviate 62 procedure di amministrazione straordinaria quasi tutte riguardanti aziende di piccole o piccolissime dimensioni; la grande maggioranza ha potuto concludersi con soluzioni non traumatiche, del tipo di quelle sopra indicate, essendo soltanto 9 di esse sfociate in una liquidazione coatta.

5. La liquidazione coatta amministrativa è per le banche la procedura concorsuale sostitutiva del fallimento. Essa contempera le esigenze del controllo giudiziario — continuando ad essere rimessa alla Magistratura la competenza a dichiarare lo stato di insolvenza, con il conseguente avvio delle eventuali istruttorie penali per i reati fallimentari, nonché a decidere sui reclami dei creditori — con quelle di tutela delle ragioni dei depositanti e di salvaguardia delle strutture d'impresa.

La nomina dei commissari liquidatori da parte del Governatore e la sorveglianza sulla procedura da parte della Banca d'Italia consentono l'eserci-

zio di competenze tecniche nella prospettiva del più rapido e vantaggioso realizzo dell'attivo.

L'esistenza di un valore di avviamento anche per la banca insolvente — dato dall'organizzazione aziendale, dalla rete di sportelli, dai rapporti di clientela con i depositanti e gli affidati — fa sì che una vendita in blocco massimizzi il prezzo di realizzo e che peraltro l'alienazione debba avvenire in tempi rapidi per evitare la dispersione di tale valore.

La legge bancaria ha introdotto uno speciale istituto, quello della cessione di attività e di passività, che la prassi ha dimostrato essere il più efficiente allo scopo anzidetto. Nella sostanza, un'altra azienda di credito si sostituisce nell'esercizio degli sportelli di quella liquidata, subentrando immediatamente nelle passività e acquisendo successivamente, in tutto o in parte, l'attivo una volta che ne sia stato determinato il valore d'intesa con i liquidatori. La individuazione della banca subentrante avviene sulla base di considerazioni sia di struttura generale di mercato sia di idoneità della banca stessa a farsi carico dell'acquisizione sia di prezzo che questa è disposta a pagare per l'avviamento dell'azienda liquidata.

Il descritto meccanismo consegue appieno i due obiettivi che si sono sopra indicati: per un verso la tutela del depositante è integrale, per altro verso l'organizzazione di impresa non si dissolve, ma sopravvive inserita in quella della banca subentrante, con risultato analogo a quello della fusione. Gli interessi dei dipendenti e quelli delle imprese affidate, che altrimenti si troverebbero di fronte al trauma di una richiesta di rientro immediato, vengono così anch'essi salvaguardati.

Naturalmente, è normale che il valore delle attività acquisite, anche se vi si somma quello di avviamento, sia inferiore all'entità delle passività rilevate, di cui i depositi costituiscono la quota più rilevante. Per rendere possibile un intervento che sarebbe di per sé antieconomico per la banca cessionaria, il DM 27 settembre 1974, formalizzando una prassi preesistente, consente alla Banca d'Italia di concedere a questa anticipazioni a tasso agevolato, il cui ammontare, reinvestito a tassi di mercato, dà luogo a un differenziale tale da riasorbire la perdita incorsa per effetto dell'acquisizione.

Questo meccanismo, quindi, pone in definitiva a carico della collettività il costo della tutela dei

molteplici interessi coinvolti nella crisi bancaria, escluso ovviamente quello dei titolari del capitale di rischio. Questo costo viene minimizzato dalla descritta procedura di intervento, che evita la disgregazione dell'azienda e la dispersione del valore di avviamento.

6. È trascorso un anno da quando la crisi del Banco ambrosiano ebbe il suo clamoroso e dirompente avvio. Malgrado gli effetti del dissesto siano ancora in corso, non pienamente illuminate le sue responsabilità, non dipanato il groviglio che lo inviluppa a inquietanti vicende non bancarie, è possibile oggi ripercorrere con sufficiente distacco le fasi di in caso, il più grave in Italia di questo dopoguerra, che assume valore emblematico del modo in cui si calano nella realtà le discipline che ho fin qui tratteggiato.

Per quanto attenta e sofisticata, la vigilanza non può muoversi che sul piano di una logica bancaria: essa utilizza *standards* di valutazione che trae dall'esperienza e li confronta con il caso concreto, verificandone gli scostamenti. Ma, nella specie, sotto la maschera di operazioni tecnicamente normali si celavano affari fraudolenti che nulla avevano di bancario.

Come poi si accertò, due erano le condizioni che resero possibile la frode: l'accentramento della gestione in una sola persona con l'inerte acquiescenza degli organi statutari amministrativi e di controllo e l'articolazione internazionale del gruppo, strutturato su una *holding* non bancaria costituita in Lussemburgo, e su consociate bancarie facenti capo a quest'ultima, alcune delle quali insediate in paesi privi di vigilanza.

Insufficienze normative e la impossibilità di avvalersi della collaborazione internazionale intralciarono l'azione dell'organo di vigilanza. L'azienda era stata invitata ad aumentare il capitale e a modificare lo statuto, in particolare a creare un comitato esecutivo e a delimitare rigorosamente le facoltà dell'organo monocratico. Inoltre, in un quadro più generale, vennero promosse modifiche della normativa bancaria sulle partecipazioni, che, adottate dal Comitato del credito nel 1981, vietarono per il futuro le *holdings* estere e gli insediamenti in paesi che non garantissero sia una vigilanza adeguata sia il flusso di informazioni dalla consociata alla casa madre e alla vigilanza; le partecipazioni già in essere dovevano essere ri-

condotte in tempi ragionevolmente brevi alla nuova disciplina. All'Ambrosiano venne pertanto richiesto di presentare un piano di riassetto della struttura del proprio gruppo internazionale.

L'azione di vigilanza si svolse continua e pressante, anche se naturalmente in modo riservato; il mutato quadro normativo e la preoccupazione finalmente suscitata nell'organo collegiale di amministrazione resero insostenibile la situazione per chi aveva avuto fino allora il dominio incontrollato della gestione e si era fatto scudo della riservatezza imposta dalla disciplina bancaria di paesi accortamente scelti per sfuggire ai controlli di vigilanza.

La fuga di Calvi fu l'epilogo di questa fase e l'inizio di una nuova; l'azione di vigilanza aveva avuto successo nello svelare la frode, ma la situazione dell'azienda era, come ci si rese conto ben presto, del tutto compromessa.

Alcune date essenziali scandiscono la nuova fase, nella quale trovarono concreta attuazione tutti quegli interventi che, in via generale e astratta, ho sopra indicato: il 17 giugno il Banco veniva sottoposto ad amministrazione straordinaria; il 6 agosto le autorità creditizie ne disponevano la liquidazione coatta; l'8 agosto una società appositamente costituita da un qualificato gruppo di banche pubbliche e private, il Nuovo Banco ambrosiano, veniva autorizzata a rilevare attività e passività della banca in liquidazione.

Ciascuno degli interventi ha svolto la funzione sua propria.

Alla gestione commissariale era affidato il compito di accertare la situazione e di individuare le possibili soluzioni mantenendo, per il tempo necessario al maturare di responsabili valutazioni, l'operatività dell'azienda. Il commissariamento del Banco ebbe l'effetto di attenuare, ma non di far cessare l'esodo dei depositi. Alla carenza di liquidità si fece fronte con rifinanziamenti della Banca d'Italia, nella misura più ampia consentita dalle disponibilità di titoli dell'azienda; non essendo questi sufficienti, la Banca d'Italia si fece carico di esercitare la propria *moral suasion* per favorire la formazione di un gruppo bancario d'intervento; il *pool* fornì all'Ambrosiano una liquidità ingente, di oltre 500 miliardi. Nel frattempo i commissari straordinari avevano potuto concludere gli accertamenti essenziali di propria competenza. La situazione patrimoniale ne risul-

tava gravissima, per effetto soprattutto dell'ingente esposizione nei confronti delle consociate estere, le quali a loro volta avevano concesso crediti a società di comodo apparentemente di pertinenza dell'IOR, il quale peraltro rifiutava ogni responsabilità.

Crisi di liquidità, fronteggiata con mezzi straordinari, quali il rifinanziamento della banca centrale e il sostegno del *pool*; perdite patrimoniali in misura tale da assorbire l'intero patrimonio e da pregiudicare le ragioni dei terzi; andamento reddituale pesantemente negativo, sì che la prosecuzione della gestione non poteva che condurre a un progressivo aggravamento del deficit: questa la situazione che si andava profilando con sempre maggiore nettezza. In tale stato di cose, la procedura di amministrazione straordinaria appariva ormai aver esaurito la sua funzione; si imponevano interventi più radicali.

L'accertamento di un deficit patrimoniale, per una banca come per qualsiasi impresa, pone sempre di fronte a due alternative: la ricostituzione del capitale ovvero la liquidazione. Nel caso dell'Ambrosiano, la situazione induceva a stimare la ricapitalizzazione necessaria nell'ordine dei 1.000 miliardi, parte per azzerare le perdite, parte per reintegrare il capitale in misura adeguata. Dato l'ordine di grandezza, apparve subito evidente l'inutilità di un ricorso al vecchio azionariato del Banco: titolare del pacchetto più consistente risultava essere lo stesso gruppo bancario, sia per acquisti effettuati in violazione del diritto societario sia per pegni ricevuti dalle società di comodo cui erano affluiti quei finanziamenti che erano alla base del dissesto; vi erano poi altri azionisti, per quote relativamente modeste, che partecipavano al controllo; il restante capitale era estremamente frazionato tra decine di migliaia di piccoli azionisti, già frustrati dal tracollo delle quotazioni del titolo.

In questo stato di cose, la convocazione di un'assemblea straordinaria si sarebbe risolta in un vano rito: sacrificando all'altare delle forme, non si avrebbe avuto altro risultato che concludere l'avvenuta decozione del Banco, rendendo insostenibile l'ulteriore gestione e imponendo la chiusura degli sportelli per i non brevi tempi necessari all'espletamento delle procedure societarie.

La liquidazione coatta del Banco apparve quindi, al di là di ogni ragionevole dubbio, l'unica alternativa praticabile.

L'autorità di vigilanza non si trovava impreparata di fronte a questa evenienza: fin dai primi giorni di luglio gli accertamenti preliminari effettuati dai commissari straordinari avevano indotto a considerare questa soluzione come uno dei possibili sbocchi della crisi. La tempestiva predisposizione di un piano consentì di assumere le decisioni con la rapidità imposta dalle circostanze.

Come si è sopra detto, il meccanismo che normalmente si adopera per salvaguardare le strutture aziendali di una banca assoggettata a liquidazione coatta è quello dell'acquisizione di tali strutture da parte di una banca già esistente. Le dimensioni dell'Ambrosiano impedivano di considerare praticabile questa soluzione; l'intervento era possibile solo con lo sforzo congiunto di una pluralità di istituti di credito. Lo stesso *pool* di banche che aveva assicurato il sostegno di liquidità si era già dichiarato disponibile a interventi più impegnativi; la sua composizione venne ritenuta adatta, tenuto conto della qualificazione delle banche componenti, della loro collocazione geografica, dell'equilibrio interno fra settore pubblico e privato; esso comunque doveva ritenersi aperto alla partecipazione di altri istituti.

Immediatamente dopo che le autorità creditizie ebbero assunto le decisioni di competenza, veniva creato il Nuovo banco ambrosiano, che rilevava dai liquidatori le attività e passività del Banco costituenti l'azienda italiana, esclusi i rapporti facenti capo alla *holding*. L'immediata cessione era necessaria per consentire la normale prosecuzione dell'attività bancaria, così salvaguardando gli interessi dei depositanti, della clientela affidata e dei dipendenti. In questo modo si evitava altresì la dispersione del valore di avviamento il cui prezzo, pagato dal Nuovo banco ambrosiano, avrebbe consentito di ridurre cospicuamente lo sbilancio negativo fra attività e passività oggetto della cessione.

Occorreva peraltro conciliare l'esigenza di immediatezza del subentro con quella di garantire una responsabile e accurata valutazione delle attività cedute: nel contratto di cessione si inserì la previsione che le valutazioni sarebbero state effettuate entro sei mesi mediante una trattativa fra commissari liquidatori e Nuovo banco ambrosiano, con l'eventuale ausilio di qualificati organismi tecnici, e che in mancanza di accordo si sarebbe fatto ricorso ad arbitratori. Sul corretto es-

pletamento di questa procedura avrebbe vigilato, come è suo compito istituzionale, la Banca d'Italia.

Nel pomeriggio di venerdì 6 agosto il Ministro del tesoro, previo il parere favorevole del Comitato del credito, dispose la liquidazione coatta del Banco ambrosiano; la mattina del lunedì successivo si aprivano regolarmente gli sportelli sotto le insegne del Nuovo banco ambrosiano. Messo alla prova di un dissesto di gravità eccezionale, il sistema aveva dimostrato efficienza.

L'intervento effettuato ha peraltro suscitato critiche delle banche creditrici delle consociate estere del Banco ambrosiano per il fatto che la soluzione adottata ha dato luogo a un diverso trattamento dell'azienda italiana, i cui creditori, anche esteri, sono stati pienamente garantiti, rispetto alle consociate estere.

La tutela integrale dei creditori, anche di quelli bancari, dell'azienda italiana è stata l'effetto dei meccanismi normativi che ho sopra esposto. Tali meccanismi, essendo preordinati ai dissesti di aziende di credito italiane, non potevano essere legalmente applicati in favore di creditori di società giuridicamente distinte dalla banca italiana. D'altra parte, l'efficienza dei mercati internazionali richiede che le banche corrano il rischio dei rapporti che instaurano, in particolare con istituti non sottoposti a vigilanza, sia perché di natura non bancaria sia perché il paese dove sono insediati non la esercita.

Infondato è poi il richiamo a presunti obblighi internazionali. Il nuovo concordato di Basilea, recentemente approvato dai Governatori, ha esplicitamente chiarito, se mai ve ne fosse stato bisogno, che gli impegni in materia di vigilanza preventiva nulla hanno a che vedere con il *lending of last resort* delle banche centrali; a maggior ragione esulano dall'ambito della disciplina concordata quegli interventi in favore dei depositanti di banche in dissesto che, come nel caso italiano, si fondano sull'assunzione da parte della banca centrale del costo dell'operazione di salvataggio.

7. Proprio il descritto meccanismo di garanzia dei depositanti ha da tempo indotto a riflessioni, della cui opportunità il caso Ambrosiano costituisce conferma. Ci si chiede, in particolare, se sia giusto che la collettività, per il tramite della banca centrale, debba farsi carico del costo dei

dissesti bancari; se sia giusto che i creditori di una banca insolvente vedano garantite le proprie ragioni in modo integrale e uniforme.

Le due questioni sono tra loro connesse. Il sistema della legge bancaria italiana si fonda, come sopra ho detto, su una tutela indiretta dei depositanti perseguita mediante la vigilanza sulla solvibilità e liquidità degli enti creditizi; il concetto su cui si basa è che l'afflusso del risparmio alle banche rappresenta un investimento "inconsapevole", in quanto non ci si attende dal depositante una valutazione del rischio analoga a quella di cui è onerato chi acquista, ad esempio, valori mobiliari; nello stesso tempo, l'incentivazione del risparmio bancario, derivante dal suo carattere più "garantito", è funzionale all'utilizzo del sistema bancario come canale di trasmissione degli impulsi di politica monetaria.

La risposta alle due domande che si sono sopra formulate sembra quindi dover essere la seguente: le caratteristiche del rapporto banca/depositante e la funzione dell'intermediazione bancaria giustificano e anzi impongono una speciale tutela del risparmio bancario non solo mediante gli strumenti preventivi di vigilanza, ma anche nella forma di un intervento finanziario esterno in caso di insolvenza del singolo intermediario; ma questo intervento può avere un limite, implicito nella sua finalità, allorché quella caratteristica di "inconsapevolezza", di assenza di valutazione del rischio, non sia riscontrabile nel rapporto di deposito.

*Standards* ragionevoli per attuare questa discriminazione tra risparmio garantito e non garantito possono individuarsi sia nella natura del depositante sia nell'entità del deposito. Sotto il primo profilo, i rapporti interbancari appaiono oggettivamente diversi dai rapporti con la clientela ordinaria: il banchiere che effettua un deposito interbancario compie un'operazione il cui rischio egli deve valutare con diligenza professionale. Sotto il secondo profilo, sembra equo che al di là di una certa cifra il depositante abbia l'onere di una scelta avveduta dell'azienda cui decide di affidare le proprie disponibilità. Ambedue i criteri sono generalmente riscontrabili nella legislazione di altri paesi.

È connessa, ma non strettamente conseguente alla riflessione che precede, la discussione sullo strumento preferibile di tutela del risparmiatore

in caso di insolvenza della banca. L'alternativa al sistema italiano, imperniato su un finanziamento a tasso agevolato da parte della banca centrale, è ovviamente quella dell'assicurazione dei depositi.

Le due forme si equivalgono per quanto concerne la trasparenza dell'intervento: ambedue si attuano a seguito della liquidazione dell'ente creditizio insolvente, ciò che rende possibile di quantificare esattamente il costo dell'intervento e di perseguire con fermezza le responsabilità di chi ha concorso a causare il dissesto.

Si differenziano tra loro soprattutto per il fatto che l'assicurazione dei depositi consente di ripartire il costo della garanzia dei depositi fra le componenti del sistema, senza escludere peraltro forme di concorso pubblico. Gli ostacoli, ben noti, all'introduzione di questo schema si connettono alla difficoltà di adattare le tecniche assicurative di determinazione del premio e alla convinzione, diffusa specie in un sistema bancario caratterizzato da rilevanti difformità di natura giuridica e di dimensioni fra gli operatori, che non sia equo fissare tale premio in misura uniforme, ragguagliata soltanto all'entità dei depositi assicurati. Vi è poi l'esigenza di evitare interferenze operative fra l'azione di vigilanza e le competenze dell'organismo che gestisce l'assicurazione.

Sia che si mantenga l'attuale forma di intervento sia che si passi a uno schema di assicurazione, l'introduzione di limiti alla garanzia dei depositi imporrebbe in Italia di riconsiderare gli strumenti di sostegno della banca in difficoltà, nella fase in cui, mediante l'amministrazione

straordinaria, se ne tenta il salvataggio. La situazione di crisi che viene così evidenziata può indurre le banche corrispondenti e i depositanti maggiori, quelli non garantiti, a ritirare i propri depositi, così accentuando le difficoltà dell'azione di risanamento. Di fronte a una situazione di illiquidità e nell'attesa di individuare i modi di una ricapitalizzazione che ripristini la fiducia del mercato, occorre che al credito negato da quest'ultimo possa sostituirsi quello della banca centrale. Ma, nell'attuale contesto normativo italiano, il rifinanziamento di ultima istanza trova un limite invalicabile nella capacità dell'azienda in crisi di mobilitare attività, riconosciute idonee dalla legge, a titolo di collaterale del prestito che richiede. Limiti alla garanzia dei depositi richiedono, dunque, modifiche normative che, in linea con quanto previsto dalla legislazione di altri paesi, conferiscano maggiore elasticità al credito della banca centrale.

Questi, e altri, spunti di discussione suscita la riflessione sul sistema di tutela dei depositi in caso di dissesti bancari; l'analisi indica come ogni modifica di disciplina, spostando un delicato equilibrio, esiga una considerazione complessiva dei modi istituzionali con cui si compongono gli effetti delle crisi bancarie. La banca centrale può indicare temi di discussione e alternative di soluzione; dagli ambienti di studio e dai soggetti operatori si attendono valutazioni e progetti; una discussione concreta, consapevole della esigenza di contemperare i molti interessi in gioco, è il presupposto delle scelte finali che potranno essere assunte in sede politica.



## La via obbligata per il risanamento dell'economia

*Conferenza tenuta dal dr. Carlo A. Ciampi  
al XXVI Congresso nazionale del Forex Club Italiano  
Venezia, 23 ottobre 1983*

1. Nel 1983 il disavanzo della nostra bilancia dei pagamenti si è sensibilmente ridotto; il ritmo dell'inflazione si è attenuato. Affidato pressoché esclusivamente allo strumento monetario, l'aggiustamento è stato parziale e oneroso: da oltre un biennio l'attività produttiva ristagna o regredisce, gli investimenti fissi declinano, il tasso di disoccupazione aumenta.

Il passivo di parte corrente con l'estero è stato di 2.000 miliardi nel primo semestre. L'anno dovrebbe chiudersi con un disavanzo della stessa entità; nel 1982 fu di 7.400 miliardi. L'approssimarsi al pareggio è frutto di un maggior avanzo nei servizi e soprattutto di una riduzione del disavanzo nelle merci. Al miglioramento della bilancia mercantile hanno concorso i settori tradizionalmente eccedentari, il tessile, il meccanico, quello dei mezzi di trasporto. Nel settore energetico e in quello agroalimentare il passivo è salito ancora, sebbene le quantità importate siano diminuite.

La più favorevole evoluzione dell'interscambio è da ricondurre soprattutto all'andamento cedente delle importazioni. La tenuta delle esportazioni, nonostante la stasi del commercio internazionale, ha evitato di perdere quote di mercato. Le ragioni di scambio hanno presentato un lieve miglioramento.

Rispetto alle condizioni interne e internazionali ipotizzate all'inizio dell'anno, è mancato il recupero della domanda mondiale; il dollaro si è sensibilmente apprezzato. D'altra parte, la recessione interna è stata più acuta; la nostra competitività si è deteriorata, sia pure di poco.

Il raffreddamento delle tensioni inflazionistiche si è esteso ai prezzi al consumo, che avevano mostrato una maggiore resistenza alla decelerazione anche a causa della dinamica delle tariffe pubbliche e dei prezzi dei servizi. Nel volgere di un anno il tasso di incremento dei prezzi all'ingrosso e di quelli al consumo, misurato a distanza di 12 mesi, si è ridotto di 4 punti e mezzo per i primi e di 3 e mezzo per i secondi, risultando pari

all'8,7 per cento per i prezzi all'ingrosso, ad agosto, e al 13,6 per quelli al consumo, a settembre.

Nella media dell'anno, tuttavia, l'indice dei prezzi al consumo supererà di circa due punti il tasso programmato del 13 per cento. Non si è riusciti a ridurre il differenziale inflazionistico nei confronti dei paesi concorrenti: misurato in termini di prezzi dei manufatti, esso si è attestato attorno ai 7-8 punti percentuali. A differenza di quanto conseguito altrove, il tasso d'inflazione è ancora superiore alla punta minima toccata nella fase recessiva del precedente ciclo; lo zoccolo dell'inflazione continua a ispessirsi.

Mentre la contrazione del flusso degli ordinativi, insieme con la necessità di salvaguardare la competitività sui mercati esteri, ha indotto le imprese a limitare i rialzi dei listini, l'ascesa dei costi del lavoro e degli *inputs* di produzione nazionale resta elevata, sensibilmente superiore a quella dei prezzi. Inoltre, per l'intero 1983 l'aumento dei costi degli *inputs* attribuibile all'apprezzamento del dollaro può valutarsi in circa cinque punti percentuali, con un effetto di inflazione importata per tale via intorno a tre punti sui prezzi finali dell'industria e a poco meno della metà sui prezzi al dettaglio.

Circa gli oneri che l'aggiustamento ha comportato, la caduta del prodotto lordo in termini reali eccederà nell'anno l'1 per cento. Il grado di utilizzo della capacità produttiva è oggi sui minimi dell'ultimo decennio. Il volume degli investimenti in capitale fisso supera solo di poco quello medio del periodo 1976-1978, precedente l'ultima fase ciclica di crescita dell'accumulazione. La diminuzione degli occupati dipendenti nell'industria manifatturiera si è accentuata. Il contenimento della riduzione dei posti di lavoro ha imposto di accrescere del 30 per cento in un anno le ore concesse dalla Cassa integrazione guadagni. Il tasso di disoccupazione, tenuto conto del ricorso alla Cassa integrazione, ha toccato il 12 per cento, salendo di quasi un punto in sei mesi.

L'insufficienza e, al tempo stesso, l'onerosità del processo di aggiustamento derivano dall'incompletezza delle politiche seguite. All'indirizzo antinflazionistico di una manovra monetaria restrittiva e di una gestione del cambio non accomodante si sono contrapposte la dilatazione del fabbisogno pubblico e l'ascesa delle retribuzioni monetarie, che hanno continuato a imprimere ai prezzi e ai conti con l'estero spinte i cui effetti hanno trovato ulteriore alimento nella forza del dollaro.

L'aver ottenuto quanto era nelle possibilità tecniche degli strumenti di cui la banca centrale dispone non mitiga, anzi accentua, l'amarezza di aver dovuto ancora una volta costatare i limiti di un'azione che non si dispieghi, con effetto sinergico, su un triplice fronte, estendendosi al risanamento del bilancio pubblico e all'arresto di una dinamica dei redditi da lunghi anni attestata su ritmi incompatibili con la crescita stabile del sistema.

Se la consapevolezza di tale stretta complementarità non si traduce in atti e comportamenti concreti, ricade sulla manovra monetaria e valutaria l'ingrato compito di contenere lo scarto dai valori desiderati di obiettivi che, anche per le politiche di fatto seguite, sono tra di loro contrastanti. La compressione della domanda e dei profitti, che il governo della moneta è in grado di realizzare a fini antinflazionistici e di riequilibrio esterno, risulta inevitabilmente antinamica con l'esigenza di accrescere, insieme, l'occupazione e la produttività ed è destinata a cozzare contro il vincolo di non rendere devastante il peso di un aggiustamento limitato al settore privato dell'economia.

2. Dal 1979 i tassi reali d'interesse sono saliti, giungendo a valori positivi nel corso del 1981, sino a toccare, nel 1982, livelli medi dell'11 per cento per i prestiti bancari e del 3 per cento per i Buoni del Tesoro a sei mesi.

Nel 1983 i tassi nominali d'interesse, pur rimanendo elevati anche rispetto a quelli esteri, hanno mostrato una tendenza al ribasso che ha seguito a distanza i progressi sul fronte inflazionistico. Tra il dicembre 1982 e il settembre 1983 il rendimento medio dei Buoni ordinari del Tesoro è diminuito di poco più di un punto e mezzo; la discesa ha interessato i titoli a tre mesi più di quelli a un anno, imprimendo un'inclinazione positiva alla curva

dei rendimenti. I tassi bancari attivi e passivi hanno avuto flessioni di entità simile a quella dei rendimenti del mercato monetario. L'inflazione essendosi ridotta in maggior misura, il rendimento reale delle attività finanziarie è aumentato: lo ha reso necessario la crescente quantità di titoli da collocare per finanziare un fabbisogno pubblico che continua ad aumentare rispetto al prodotto interno lordo e che ancora una volta supera largamente l'ammontare programmato. Solo così è stato possibile assorbire la maggiore offerta di attività finanziarie senza effetti espansivi immediati sul grado di liquidità e sulla spesa dell'economia.

All'inizio dell'anno il CIPE aveva fissato il limite di crescita del credito totale interno in 105.000 miliardi, di cui 67.000 necessari a coprire il fabbisogno statale interno. Ma quest'ultimo raggiungerà gli 85.500 miliardi, pari al 16 per cento del prodotto interno lordo, facendo crescere il credito totale interno di 123.500 miliardi, cioè del 21 per cento; l'altra componente, i finanziamenti all'economia, dovrebbe mantenersi entro il previsto ammontare di 38.000 miliardi, con un aumento del 14 per cento. Al di là delle risultanze *ex post*, occorre domandarsi cosa avrebbe significato per il sistema economico ridurre in un anno di recessione il già contenuto flusso di credito ad esso destinato.

Di fronte al permanere di un elevato fabbisogno pubblico, lo spiazzamento del settore privato sul mercato del credito continuerà anche in assenza del massimale, realizzandosi attraverso i tassi d'interesse. Il massimale del credito è stato abolito nel convincimento che un'applicazione continuativa, e non limitata a periodi brevi, ne riduce la funzionalità, mentre deteriora l'allocazione delle risorse e attenua lo stimolo della concorrenza nella gestione delle banche. La sua sospensione poteva creare difficoltà nella fase di uscita; per prevenirle, è stato introdotto un sistema informale di autocontrollo degli impieghi. Le banche già soggette a massimale, portate a conoscenza della crescita creditizia attesa per la seconda parte del 1983, hanno reso noti alla Banca d'Italia i loro orientamenti, informandoli alla consapevolezza della necessità che il limite atteso a livello di sistema non sia superato.

L'evoluzione dei tassi reali d'interesse va valutata congiuntamente allo sviluppo dei metodi di

finanziamento del disavanzo pubblico. La necessità di coprirlo limitando il ricorso all'Istituto di emissione ha indotto lo Stato a offrire titoli che non mancassero di soddisfare le preferenze dei risparmiatori. Alla ricerca delle soluzioni più appropriate e alla loro applicazione la Banca d'Italia ha sempre offerto piena e fattiva collaborazione; dopo il venir meno dell'impegno all'acquisto residuale dei BOT emessi, questa collaborazione tecnica nella gestione del debito pubblico, lungi dall'attenuarsi, si è intensificata, come era implicito nello spirito del cosiddetto «divorzio».

I rendimenti elevati, le aspettative di minore inflazione, il gradimento tra i risparmiatori di uno strumento finanziario che accoppia la variabilità del tasso alla durata pluriennale hanno determinato forti acquisti di certificati di credito del Tesoro. I collocamenti netti di questi titoli sul mercato hanno raggiunto nei primi nove mesi del 1983 i 52.000 miliardi, quasi tre volte quelli effettuati nel corrispondente periodo dello scorso anno; un andamento opposto nei due periodi hanno avuto i collocamenti di BOT, scesi da 33.900 a 9.700 miliardi. L'intensità dello spostamento delle preferenze dei sottoscrittori verso i titoli di durata superiore all'anno è misurata dall'aumento, occorso tra i primi nove mesi del 1982 e il periodo corrispondente del 1983, dal 33 al 68 per cento della loro quota sul totale delle attività finanziarie di nuova formazione.

Sospinte dal fabbisogno pubblico, le attività finanziarie dovrebbero crescere del 22 per cento; a fine anno la loro consistenza raggiungerà un importo pari al 121 per cento del reddito, 8 punti più di dodici mesi prima. Tra le attività finanziarie, la moneta, nella definizione di M2, realizzerà un tasso di incremento annuo prossimo al 13 per cento. La base monetaria corretta per le variazioni nel coefficiente della riserva obbligatoria dovrebbe aumentare del 14 per cento.

Preoccupa l'accumulo di attività finanziarie in così ampia misura. Esistono limiti alla possibilità di tenerle sotto controllo attraverso tassi reali dell'interesse elevati e crescenti. L'esperienza passata costituisce un chiaro ammonimento: in caso di crisi, le tensioni si scatenano velocemente sui mercati dei titoli e sui flussi di spesa; le conseguenze sono riassorbibili con difficoltà e con ripercussioni gravi sull'attività produttiva.

3. Le finalità e l'impostazione della manovra economica delineata nella Legge finanziaria e nella Relazione previsionale e programmatica rispondono alle esigenze di riequilibrio e di risanamento dell'economia. La manovra si articola lungo le tre coordinate della politica di bilancio, della politica dei redditi e della politica monetaria.

Gli impulsi espansivi del bilancio tendono ad accentuarsi in questo scorcio d'anno e nel 1984. Agli effetti di ampliamento del disavanzo, discendenti in via automatica dal calo della produzione e dell'occupazione, si sommano quelli derivanti dal pieno operare di precedenti provvedimenti di aumento della spesa e di riduzione delle entrate. In assenza di interventi, la pressione fiscale tornerrebbe nel 1984 al livello del 1982, mentre la spesa pubblica continuerebbe a crescere più del prodotto interno. Il disavanzo corrente delle pubbliche amministrazioni si raddoppierebbe quasi rispetto all'importo previsto per il 1983, mentre il fabbisogno del settore statale raggiungerebbe i 130.000 miliardi, un quinto del prodotto interno lordo.

Per far fronte a tali tendenze, destinate ad aggravarsi negli anni successivi, occorre correggere l'angolo di crescita della spesa e ampliare la base contributiva mercè la lotta all'evasione e la perequazione fiscale e parafiscale. A queste due linee di fondo, entrambe essenziali per il risanamento della finanza pubblica ma dagli effetti distribuiti nel tempo, debbono essere aggiunte misure di più immediata efficacia fino a ridurre il disavanzo nei limiti desiderati.

Il Governo ha fissato per il prossimo anno quel limite in 90.000 miliardi e ha proposto al Parlamento un complesso di interventi sulle entrate e sulle uscite.

Ritornero tra breve sulle implicazioni di questo importo per la politica monetaria e creditizia. Desidero ora sottolineare l'estrema importanza di una sollecita attuazione della manovra di bilancio, lungo tutto l'arco decisionale e operativo che va dal Governo, al Parlamento, all'Amministrazione. L'esperienza insegna quanto sia difficile, date anche le complessità del nostro bilancio, conseguire il rispetto degli obiettivi. Da qui l'importanza sia della valutazione della rispondenza agli scopi prefissati dei contenuti normativi proposti al Parlamento, sia dell'approvazione del bi-

lancio prima dell'inizio dell'esercizio, sia di periodiche verifiche in corso d'anno, con l'implicito impegno di procedere a interventi integrativi qualora la realtà si discosti dagli obiettivi.

La seconda coordinata della manovra economica indicata nel programma del Governo e confermata nella Relazione previsionale e programmatica è la politica dei redditi.

La dinamica delle retribuzioni monetarie e quella del costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria restano troppo elevate e ci spingono inesorabilmente fuori mercato rispetto ai concorrenti esteri.

L'obiettivo di un tasso di inflazione medio del 10 per cento nel 1984 è realizzabile ed è necessario realizzarlo. Per ottenere ciò, l'attuale ritmo dell'inflazione, che è dell'ordine del 13 per cento, deve essere ridotto intorno all'8 per cento per la fine del 1984.

Un tasso programmato d'inflazione, coerente con questo obiettivo, deve essere la «norma» alla quale riferire la progressione delle retribuzioni pubbliche e private, le tariffe e i prezzi amministrati, le indicizzazioni esistenti in tema di contratti di affitto e di accantonamenti per indennità di anzianità. L'applicazione di questa «norma» si colloca nel quadro di una politica dei redditi in cui, utilizzando lo strumento fiscale e parafiscale e sollecitando la necessaria collaborazione, siano coinvolte le categorie imprenditoriali dell'industria e del commercio e dei lavoratori autonomi.

Siamo oggi a un punto di svolta: sull'abbrivo dell'attenuazione dell'inflazione e del miglioramento della bilancia dei pagamenti correnti, si può dare la spallata che permetta di compiere un progresso decisivo verso la stabilizzazione. Rompere nel volgere di un anno la barriera che da oltre un decennio ci separa dall'inflazione a una cifra, è nelle nostre possibilità.

In assenza di misure tempestive, si corre il rischio di disperdere i risultati fin qui faticosamente ottenuti e di volgere al peggio, anziché confermarle, le aspettative degli operatori nazionali ed esteri, migliorate in seguito a quei risultati. Rinunciare oggi a correggere decisamente le tendenze in atto significa perdere l'aggancio alla ripresa della domanda mondiale, protrarre il già troppo lungo periodo di ristagno e d'inflazione, dover affrontare, domani, con un'economia inde-

bolita, gli stessi problemi divenuti più acuti. Questa profonda convinzione è rafforzata dalle esperienze altrui. In altri paesi le autorità economiche, costrette a provvedere sotto l'assillo di condizioni rese drammatiche dall'inflazione e dall'esaurimento delle riserve valutarie, si dolgono per i ritardi nell'assumere le misure di risamento, ritardi che hanno accresciuto la durezza degli interventi correttivi necessari.

La politica monetaria e del credito, terza coordinata della manovra di politica economica, continua a essere fortemente condizionata dalla pressione del bilancio pubblico sul risparmio. A questo riguardo, abbiamo preso atto con preoccupazione della revisione verso l'alto, rispetto al programma originario del Governo, dell'obiettivo del fabbisogno pubblico nel 1984, oltre che nel 1983, per circa 10.000 miliardi.

Sulla base di indicazioni preliminari del flusso degli aggregati finanziari, nel 1984, pur rispettando l'obiettivo di un fabbisogno statale complessivo di 90.000 miliardi, l'eccesso di crescita, rispetto a quella del prodotto interno lordo, risulterà pari a circa 6 punti per le attività finanziarie dell'economia e a circa 5 per il credito totale.

Nella suddetta ipotesi di fabbisogno statale e di un'evoluzione dell'economia secondo lo scenario «virtuoso» delineato nella Relazione previsionale e programmatica, la crescita dei finanziamenti al pubblico per il 1984 dovrebbe essere contenuta in 38.000 miliardi, cioè del 12,5 per cento. L'espansione del credito totale interno risulterebbe di 124.000 miliardi, analoga a quella prevista per l'anno in corso. Le attività finanziarie dell'economia crescerebbero del 18,5 per cento. L'andamento di queste grandezze sarebbe coerente con i dati sulla crescita della base monetaria e di M2, che la Relazione previsionale e programmatica ha indicato tra il 12 e il 14 per cento.

Finché non saranno state prese le necessarie decisioni in materia di bilancio e di politica dei redditi, la politica monetaria dovrà rimanere severamente restrittiva.

In un sistema economico con forte inflazione e in ristagno produttivo, con disavanzi pubblici che raggiungono dimensioni da anni di guerra, la politica monetaria e creditizia non può assumere come guida della sua condotta un'unica variabile, sia essa il credito totale interno, o la base moneta-

ria, o la quantità di moneta, grandezze per le quali pur si debbono formulare previsioni e obiettivi da perseguire. Allorché il fabbisogno pubblico assorbe oltre i due terzi del credito totale e travalica gli ammontari prefissati in una misura che supera, come sta accadendo da tre anni, il cinquanta per cento dei finanziamenti programmati per l'economia, il credito complessivo non può non discostarsi dalle previsioni. Resta valido il riferimento al livello e all'andamento dei tassi reali di interesse. L'imperativo di piegare l'inflazione e la forte permeabilità fra il mercato dei capitali nazionale e quello internazionale suggeriscono alla banca centrale di dare rilevante importanza alla remunerazione reale delle attività finanziarie. Nelle condizioni attuali, non si possono consentire flessioni dei rendimenti reali.

Il rientro dell'inflazione, che solo l'attuazione delle linee di politica economica sopra richiamate potrà assicurare, produrrà la riduzione del fabbisogno statale anche mediante l'abbassamento dei tassi nominali di interesse, e quindi minori oneri sul debito pubblico. Il fatto che circa il 60 per cento del debito sia a scadenza breve o a tassi di interesse variabili accelererà il movimento; la diminuzione dei tassi opera, infatti, non solo sulle nuove emissioni ma sullo stesso debito in essere; data la conformazione e l'entità che questo presenta, un punto in meno dei tassi di interesse equivale a minori spese annue per oltre 2.000 miliardi.

Solo il declino dell'inflazione può allentare il cappio con il quale, altrimenti, crescenti oneri del finanziamento stringono lo Stato e l'economia. Artifici e forzature, che si proponessero di affrontare il problema del disavanzo dal lato dell'onere per interessi, verrebbero respinti dal mercato. La riduzione di quell'onere non può che seguire, accelerando il declino dell'inflazione.

Il ritorno a tassi d'inflazione a una cifra non è solo un obiettivo in sé: esso è strumentale all'avvio di una crescita equilibrata e duratura che possa contare sulla ripresa, oltre che delle esportazioni, della domanda interna, soprattutto per investimenti.

Soltanto una economia riequilibrata, in grado di competere con i concorrenti esteri, capace di tradurre in atto, allontanati i vincoli esterni e interni, la propria ampia potenzialità di lavoro, di

risparmio, di imprenditorialità, può dare una risposta vera al problema dell'occupazione.

4. I risultati positivi ottenuti in molti dei paesi industriali nella lotta contro l'inflazione sono stati raggiunti attraverso strategie che, diverse secondo gli assetti e le circostanze, hanno in comune il rallentamento dei costi, quale condizione necessaria per il ripristino di un ordinato processo di sviluppo.

Negli Stati Uniti, in Giappone e nel Regno Unito, le politiche economiche restrittive sono state assecondate da una forte decelerazione della dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto oltre che dei prezzi dei beni importati.

In altri paesi, quali la Francia e il Belgio, si è fatto ricorso anche a interventi volti a contenere direttamente i costi e i prezzi. La disattivazione dei meccanismi di indicizzazione, la fissazione di tetti di riferimento per gli aumenti delle retribuzioni, gli accordi di contenimento dei prezzi nel settore privato e in quello pubblico sono aspetti di questa strategia modulare di lotta all'inflazione.

Nonostante i progressi della maggior parte dei paesi industriali verso l'estinzione del lungo processo inflazionistico iniziato nei primi anni settanta e l'intensità della ripresa produttiva negli Stati Uniti, le prospettive di crescita del reddito e del commercio mondiale rimangono incerte per il medio periodo.

Soprattutto in Europa, tassi di profitto bassi e decrescenti, elevati tassi reali d'interesse, alti rischi dell'investire, rigidità delle strutture produttive, segmentazioni dei mercati, potranno continuare a frenare l'accumulazione del capitale e lo sviluppo della produzione e della produttività. Negli Stati Uniti il persistere di un disavanzo pubblico elevato rispetto al risparmio può divenire un impedimento alla trasformazione dell'attuale ripresa in una crescita duratura.

Gli impulsi determinatisi nei mercati internazionali del petrolio e di altri prodotti primari hanno profondamente modificato l'equilibrio dei prezzi relativi dei prodotti e dei fattori. Nuovi, stabili assetti produttivi e distributivi richiedono rilevanti processi, interni e internazionali, di riallocazione delle risorse, il cui completamento richiede tempi non brevi, notevoli investimenti,

un'attività produttiva non stagnante, mobilità del lavoro e del capitale, chiari indirizzi di politica industriale.

Il circuito internazionale dei capitali, d'altra parte, ha subito mutamenti nella direzione e nell'entità dei flussi. Il risparmio, che tradizionalmente tendeva a indirizzarsi verso i paesi in via di sviluppo, si è rivolto verso alcuni paesi industriali per effetto del rapido deteriorarsi della situazione finanziaria dei primi e dell'elevato livello dei rendimenti nei secondi, dove forte è la domanda di fondi pubblica e privata.

Ai livelli attuali dei tassi di interesse e dell'attività economica, la capacità di cedere risorse attraverso le transazioni commerciali con l'estero resta per molte economie in via di sviluppo insufficiente a far fronte agli oneri del debito; l'esigenza di ridurre il grado di indebitamento dei paesi e quello di esposizione delle banche continuerà per un lungo periodo a limitare i nuovi finanziamenti da parte dei mercati privati.

Le difficoltà di pagamento di alcuni grandi paesi, drammaticamente esplose nell'estate del 1982, non sono superate. Anche se la paura del collasso si è allontanata, la realtà non giustifica il passaggio dal pessimismo cupo del settembre 1982 a un ottimismo di maniera.

Il tempo guadagnato con gli interventi effettuati, i miglioramenti conseguiti da alcuni paesi quali il Messico, permettono di affrontare il problema con minore assillo, rafforzati nel convincimento che la sua soluzione richiede politiche coordinate di tutti gli interessati, debitori e creditori.

La ristrutturazione delle scadenze e la concessione di nuovi crediti devono essere accompagnate da mutamenti di fondo nella politica economica dei paesi debitori. D'altra parte questi ultimi avranno possibilità di successo se le economie industriali seguiranno politiche che favoriscano la ripresa del commercio mondiale e la riduzione dei tassi di interesse.

Nel valutare l'entità delle misure necessarie a risanare l'economia dei debitori e nello stimolarne l'accettazione è essenziale l'intervento del Fondo monetario internazionale, che, grazie anche all'accrescimento del suo peso nel sistema dei finanziamenti internazionali, è divenuto il perno di queste complesse manovre e punto di riferimento per le stesse banche commerciali. Queste

ultime devono aver piena consapevolezza sia dell'autonomia delle loro decisioni, sia dei pericoli che un insuccesso nel dar vita a operazioni concertate comporterebbe per la stabilità del sistema finanziario internazionale.

Appaiono contraddittori atteggiamenti che lesinano la dotazione, al Fondo monetario e alla Banca mondiale, dei mezzi finanziari necessari a svolgere con pienezza la loro azione.

La transizione ai cambi flessibili non ha impedito la propagazione internazionale delle onde cicliche. Nel decennio trascorso dall'abbandono del regime dei cambi fissi, le relazioni economiche e finanziarie sono state influenzate, da ampie e profonde fluttuazioni dei tassi di cambio reali, talora propizie all'aggiustamento delle economie, ma in altri casi fortemente divergenti rispetto all'evoluzione delle variabili economiche fondamentali.

Per due decenni il mercato finanziario internazionale ha conosciuto ritmi di sviluppo senza precedenti, assai superiori a quelli pur elevati dei mercati nazionali. Le transazioni finanziarie hanno assunto peso dominante nei conti con l'estero dei principali paesi e maggiore è divenuta la loro influenza sui tassi di cambio.

Il problema dell'ordine monetario internazionale resta centrale; ritornano di attualità i temi della sua riforma. L'esigenza di un dibattito approfondito è emersa nelle recenti riunioni di Washington. Nei prossimi mesi il Gruppo dei Dieci avvierà lavori sui tre temi: dei cambi, della liquidità internazionale, del ruolo del Fondo monetario internazionale.

I progressi devono essere cercati anzitutto in una maggiore cooperazione tra le tre grandi aree nelle quali si è venuto configurando il sistema monetario internazionale dopo il 1973. La riduzione e la convergenza dei tassi di inflazione rendono di nuovo possibile la ricerca di una maggiore stabilità dei cambi; la sua piena realizzazione richiede però un'accresciuta coerenza delle condizioni monetarie nei maggiori paesi.

Nella creazione di liquidità internazionale deve crescere la quota regolata dal Fondo monetario internazionale. Deve affermarsi maggiormente il ruolo del diritto speciale di prelievo, quale metro monetario e strumento di finanziamento.

La positiva esperienza del Sistema monetario europeo nei quattro anni e mezzo del suo funzionamento mostra che l'avvio di un migliore ordine monetario tra paesi economicamente interdipendenti è possibile. Non sarebbe certo realistico ipotizzare una estensione su scala mondiale delle regole dello SME: i problemi e i condizionamenti sono diversi. Ma l'esigenza di approfondire e intensificare la cooperazione tra le tre grandi aree chiama l'Europa a rafforzare la propria organizzazione monetaria, prima che a lamentare passivamente gli effetti dei movimenti del dollaro.

In un mondo a elevata mobilità dei capitali ciò significa, in primo luogo, migliorare e arricchire gli strumenti finanziari. In questo campo, constatiamo che l'uso dell'ECU sui mercati finanziari da parte degli operatori privati si è sviluppato con rapidità e diamo atto alle aziende di credito italiane di essere state tra le prime a cogliere la potenzialità di questo strumento. Le emissioni di obbligazioni in ECU, introdotte nell'aprile del 1981, nei primi otto mesi del 1983 hanno raggiunto un ammontare di 1.300 milioni e hanno rappresentato quasi il 4 per cento delle emissioni totali, seconde soltanto alle emissioni in dollari e in marchi. Gli eurocrediti in ECU, introdotti nel giugno 1980, nei primi sei mesi del 1983 hanno presentato un notevole incremento. Sono denominati in ECU certificati di deposito, titoli pubblici, libretti di risparmio, polizze assicurative, ed è allo studio l'introduzione di assegni turistici. Alcune centinaia di banche operano su un attivo mercato interbancario.

La costituzione di un sistema internazionale di *clearing* in ECU, che è ormai prossima e che ci auguriamo avvenga in collaborazione con la Banca dei regolamenti internazionali, renderà il mercato più efficiente e più esteso. Degne di sostegno sono anche le linee proposte dalla Commissione della CEE, di attribuire all'ECU lo *status* di valuta e di liberalizzare per i residenti della Comunità le transazioni di obbligazioni in esso denominate.

L'ECU sembra dunque rispondere a un effettivo bisogno degli operatori di disporre di una moneta europea. La sua diffusione ha certo beneficiato della forza del dollaro e dell'elevatezza dei tassi di interesse americani, fattori che possono essere reversibili. Ma non contingente è il vantag-

gio di offrire una diversificazione del rischio di cambio e di tasso di interesse estesa a valute anche difficilmente reperibili sul mercato, insieme a quello di una relativa stabilità di valore rispetto a singole valute interne ed esterne agli accordi di cambio.

Su questa strada promettente è possibile compiere altro cammino, con una estensione dall'uso finanziario a quello commerciale. Qualche impresa multinazionale ha già iniziato ad applicare l'ECU per semplificare il proprio sistema di compensazione interna e di fatturazione all'esterno. Sono state avanzate proposte concernenti la fatturazione del petrolio. I grandi rapporti commerciali dell'area comunitaria con l'esterno, ad esempio quelli concernenti le materie prime o il commercio con l'Est europeo, sono campi nei quali non è innaturale pensare a future applicazioni dell'ECU.

5. Prima di concludere, è particolarmente appropriato in questa sede di operatori con l'estero un accenno al problema della normativa valutaria.

Sono noti i principi ai quali si ispira la Banca centrale; essa ne ha dato prova con misure di riduzione e semplificazione dei vincoli amministrativi in vari campi, da ultimo con la rimozione del massimale sui prestiti. La nostra azione di politica monetaria e di vigilanza è informata al convincimento che l'attività bancaria non possa piegarsi a fini strumentali, senza che si degradino l'efficienza con cui le banche espletano la propria autonoma funzione allocativa e la qualità dei servizi che sono chiamate a offrire.

Un ampliamento delle libertà nei movimenti di capitali con l'estero può recare significativi benefici alla nostra economia; anche di recente autorevoli esponenti della Banca d'Italia hanno espresso pubblicamente questa fiducia. A quell'ampliamento occorre volgere con costanza la nostra azione, realizzandolo, con comportamenti pragmatici, mano a mano che la situazione lo consenta. Ma sarebbe dar prova di velleitarismo incoerente auspicarlo e non darsi carico di creare i presupposti per la sua attuazione, sottovalutando i pericoli che per la posizione finanziaria con l'estero della nostra economia possono derivare da una bilancia dei pagamenti correnti che resti precaria.

Nel 1983 non vi sono state difficoltà di accesso ai mercati finanziari internazionali. Nei primi nove mesi i nuovi prestiti assunti all'estero hanno consentito il rinnovo di quelli in scadenza e un afflusso addizionale di 2 miliardi di dollari. Quest'ultimo ha più che coperto il modesto fabbisogno di parte corrente. Si sono avute inoltre rilevanti entrate di capitali a breve, sia sotto forma di crediti commerciali sia soprattutto sotto forma di fondi bancari, che hanno permesso la ricostituzione delle riserve ufficiali. Da gennaio a settembre l'afflusso netto di capitali bancari è stato di oltre 2 miliardi di dollari; l'aumento delle riserve ufficiali di circa 5 miliardi.

A fine giugno, la posizione finanziaria netta del Paese, calcolata ai cambi correnti esclusa la riserva aurea di 27 miliardi di dollari, presentava un valore negativo di 21 miliardi di dollari.

Il servizio del debito a medio e lungo termine comporta, ai tassi di interesse e alle consistenze attuali, un onere medio annuo dell'ordine di 10 miliardi di dollari per capitale e interessi. Le attività a breve coprono ampiamente le passività, che presentano peraltro componenti di rilievo caratterizzate da un non trascurabile grado di instabilità.

In una situazione economica interna tuttora lontana dalla ricostituzione di equilibri non inflazionistici, non può pensarsi a una immediata e totale soppressione delle norme attraverso le quali si realizza il controllo dei cambi, anche se permane la convinzione della limitatezza della loro efficacia. Occorre riformare l'ordinamento valutario riducendo i vincoli esistenti, alcuni dei quali ormai inutili e quindi nocivi, nella misura consentita dallo stato dei conti con l'estero, in atto e in prospettiva.

Lo schema del recente disegno di legge d'iniziativa governativa non accoglie, opportunamente, ipotesi di condono generalizzato degli illeciti valutari, che avrebbero comportato il rischio di accordare privilegi a chi ha violato la legge, essendo per di più opinabile, anche in base all'espe-

rienza del 1976, che sussista un'ampia disponibilità a trasferire in Italia i capitali illegittimamente posseduti all'estero.

Appare peraltro giustificato il capovolgimento del principio giuridico che vieta ai residenti di contrarre obbligazioni con non residenti, salvo autorizzazione ministeriale. Risponde a esigenze di coerenza e di funzionalità affermare per legge la libertà delle relazioni economiche e finanziarie con l'estero, mantenendo le necessarie restrizioni con provvedimenti ministeriali di carattere generale da pubblicare nella Gazzetta Ufficiale.

La piena realizzazione del nuovo indirizzo richiederà tempi non brevi e potrà incontrare difficoltà tecniche; fin da ora, nei limiti consentiti dall'attuale legislazione, si potrà intensificare l'opera di revisione volta a semplificare procedure, controlli, adempimenti.

L'obiettivo di ridurre eccessi di discrezionalità amministrativa, in una logica di chiarificazione dei rapporti tra organi valutari e operatori economici, può essere già avvicinato attraverso l'estensione delle autorizzazioni generali e l'ampliamento dei compiti operativi riconosciuti alle banche agenti. La legge valutaria fondamentale del 1956 attribuisce infatti agli organi ministeriali poteri che consentono di rivedere in via amministrativa la disciplina di carattere secondario, per la cui realizzazione l'Ufficio italiano dei cambi e la Banca d'Italia continueranno a offrire la collaborazione più ampia.

La riforma della legislazione valutaria potrà accompagnare, favorendolo, un processo di aggiustamento in cui tutte le forze sociali ed economiche si riconoscano e si impegnino. Ma finché la stabilità, e la fiducia nella stabilità, non saranno riconquistate, movimenti di capitali pienamente liberalizzati non potranno costituire il necessario auspicato completamento della libertà negli scambi delle merci e nella circolazione delle persone.



## Documenti

### Rapporto sugli interventi nel mercato dei cambi

(redatto dal Gruppo di lavoro presieduto da Philippe Jurgensen)

*Nel gennaio di quest'anno il Gruppo di lavoro sugli interventi nel mercato dei cambi, costituito in seguito agli accordi del Vertice di Versailles (4-6 giugno 1982), ha terminato i suoi lavori consegnando il documento qui riprodotto nella sua traduzione italiana.*

*All'origine della necessità di realizzare un'analisi sistematica del problema, vi fu la preoccupazione per le difficoltà poste dall'accresciuta, e spesso eccessiva, variabilità dei cambi nominali e reali all'ordinato sviluppo dei flussi internazionali di commercio, alla gestione della politica economica e, quindi, alle possibilità di promuovere uno sviluppo economico equilibrato e duraturo. Infatti, è opinione diffusa che la variabilità dei cambi possa ritardare il processo di aggiustamento internazionale a causa dell'aumento dell'incertezza e dei costi economici a essa connessi.*

*Misurata dallo scarto quadratico medio delle variazioni percentuali mensili dei cambi effettivi calcolati dal FMI, la variabilità dei cambi rispetto all'evoluzione tendenziale, che nel periodo gennaio 1970-febbraio 1972 era pari allo 0,9, 0,6, 1,4 e 0,5 per cento rispettivamente per il dollaro USA, il marco tedesco, lo yen e la lira, è salita a 1,7, 1,6, 2,3 e 1,6 per cento per le stesse valute nel periodo marzo 1973-giugno 1983. Per quanto riguarda il dollaro USA, in particolare, quella misura di variabilità è risultata costantemente in crescita nel periodo della fluttuazione; essa, infatti, è stata pari a 1,4, 1,8 e 2,0 per cento rispettivamente nei tre sottoperiodi marzo 1973-ottobre 1978, novembre 1978-febbraio 1981 e marzo 1981-giugno 1983 (quest'ultimo periodo corrisponde a quello di interruzione degli interventi sul mercato dei cambi da parte della Federal Reserve).*

*Il Gruppo di lavoro, che ha limitato l'analisi a un aspetto particolare della più generale politica del cambio seguita dai sette maggiori paesi industrializzati dopo il 1973, ha prodotto un Rapporto che si caratterizza soprattutto per l'esposizione sistematica delle finalità degli interventi, delle tecniche adottate e dei criteri di orientamento dell'azione, così come emergono dalle valutazioni che le autorità monetarie danno della loro stessa attività operativa, evitando di considerare il tema esclusivamente dall'angolo visuale proprio della riflessione accademica. Il secondo capitolo, dedicato all'esposizione degli obiettivi degli interventi e della loro evoluzione nel tempo, e parte di quello terminale, ove si discutono gli effetti degli interventi, sono quelli che più riflettono questa caratteristica del Rapporto.*

*Il Gruppo ha comunque tenuto conto delle tendenze di fondo della letteratura economica contemporanea. Già nel primo capitolo, infatti, è illustrata l'esigenza, ispirata all'analisi dei modelli di portafoglio (Branson, Kouri, Hooper e Morton), di adottare definizioni di intervento più ampie di quelle utilizzate nella procedura giornaliera di concertazione delle banche centrali. Tenendo conto di altre poste contabili, che via via avvicinano il concetto di intervento o quell'insieme di operazioni che modificano dimensione e struttura delle attività nette in valuta complessive delle autorità monetarie, si è cercato di considerare tutti quegli elementi che sono potenzialmente atti a variare domanda e offerta di quelle attività e, quindi, i tassi di cambio, che di esse rappresentano i prezzi.*

*Il Gruppo ha, poi, ritenuto importante approfondire la distinzione fra gli interventi non sterilizzati e quelli sterilizzati — così classificati, rispettivamente, a seconda che la loro realizzazione si accompagni, oppure no, a una variazione della base monetaria — a causa della diversa efficacia delle due modalità di intervento che deriverebbe dal differente impatto monetario delle operazioni stesse. Anche questo aspetto del problema è stato sottolineato con crescente enfasi da numerosi economisti in tempi recenti (Obstfeld, Mussa).*

*Il Gruppo, nel capitolo finale del Rapporto, ha valutato gli effetti degli interventi e del loro coordinamento internazionale, attraverso l'esame sui dati di episodi singoli avvenuti durante l'intero periodo della fluttuazione, riesaminando le conclusioni raggiunte dalla letteratura (in particolare quelle che si riferiscono alle determinanti fondamentali dei cambi) e, infine, promuovendo analisi statistiche originali concernenti l'efficienza dei mercati dei cambi e il grado di sostituibilità delle attività denominate nelle diverse valute.*

*Le conclusioni del Rapporto, e quelle raggiunte il 29 aprile dai Ministri e dai Governatori ai quali il Rapporto è stato consegnato, come pure le valutazioni che sull'argomento hanno manifestato i Capi di Stato e di Governo nel Vertice di Williamsburg (28-30 maggio 1983), hanno solo in parte consentito di attenuare le difformità dei punti di vista nazionali. I punti di accordo, tuttavia, sono tali da non precludere la possibilità di una maggiore concordanza di atteggiamenti: "... while retaining our freedom to operate independently, (we) are willing to undertake coordinated intervention in instances where it is agreed that such intervention would be helpful" (dal comunicato dei Ministri e dei Governatori delle banche centrali del 29 aprile 1983). In effetti, come riferito dal Rapporto semestrale della Federal Reserve nelle operazioni in cambi (Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review, Autumn 1983, pag. 2), alla fine del luglio scorso le autorità monetarie americane e alcune banche centrali di altri paesi sono intervenute in operazioni coordinate per contrastare una situazione di disordine nel mercato dei cambi.*

## Schema del rapporto

### INTRODUZIONE

#### I. DEFINIZIONE DEGLI INTERVENTI

- A. Definizione convenzionale
- B. Componenti da includere in definizioni più ampie
  - a) Transazioni con la clientela e tiraggi dal FMI
  - b) Pagamenti di interessi sulle riserve internazionali
  - c) Indebitamento
- C. Interventi sterilizzati e non sterilizzati

#### II. OBIETTIVI DEGLI INTERVENTI

- A. Sintesi degli obiettivi
- B. Evoluzione degli obiettivi

### III. EFFETTI DEGLI INTERVENTI

- A. Efficacia degli interventi
  - a) Interventi aventi obiettivi di breve termine o intermedi
  - b) Interventi sistematici per influenzare i tassi di cambio
  - c) Interventi volti ad altri obiettivi
  - d) Metodi e strategie degli interventi
- B. Efficienza del mercato dei cambi
- C. Movimenti dei cambi in relazione ai fattori economici fondamentali
- D. Redditività degli interventi

### APPENDICE

Membri del Gruppo di lavoro

## INTRODUZIONE

1. È passato circa un decennio dalla transizione alla fluttuazione generalizzata dei tassi di cambio. L'esperienza ha mostrato che ciò non ha rimosso i vincoli esterni alla politica economica come i suoi proponenti avevano pensato che avvenisse. L'attenzione ha continuato a essere incentrata sui tassi di cambio e le preoccupazioni concernenti la rigidità, che si erano manifestate durante il periodo dei cambi fissi, hanno lasciato il posto, in regime di fluttuazione, alle preoccupazioni riguardanti la "volatilità". I principali paesi sono intervenuti sui mercati dei cambi frequentemente e intensamente accordando, a volte, un'elevata priorità alle considerazioni riguardanti i tassi di cambio nella condotta delle politiche economiche interne.

2. Ciononostante, le opinioni manifestate a proposito del ruolo proprio dei tassi di cambio e di quello che deve essere esercitato dagli interventi sui mercati in un sistema di cambi fluttuanti sono state assai diverse. Quest'ultimo problema ha attirato l'attenzione dei paesi partecipanti al Vertice di Versailles del 4-6 giugno del 1982 e ha sollecitato un'estesa analisi dell'esperienza dei paesi partecipanti in tema di interventi sui mercati dei cambi.

3. Per generale ammissione si riconosce che i tassi di cambio svolgono una parte importante nel processo di aggiustamento internazionale. Tuttavia, le loro variazioni possono produrre un effetto duraturo a condizione che siano corrette le cause sottostanti alle divergenze degli andamenti di fondo. In un regime di fluttuazione ci si sarebbe aspettato che le forze di mercato, reagendo a politiche nazionali divergenti, avessero prodotto movimenti dei tassi di cambio capaci di evitare la persistenza di ampi scarti dei prezzi e dei costi. Tuttavia, a giudizio di alcuni paesi, i tassi di cambio talvolta si sono discostati notevolmente, nel breve e nel medio periodo, da quei valori che sembravano giustificati dalle loro determinanti fondamentali, quali la dinamica dei prezzi e delle bilance correnti. Inoltre, è un'opinione diffusa che una variabilità eccessiva dei tassi di cambio nel breve e nel medio termine ingeneri conseguenze

sfavorevoli nei confronti della dinamica dell'economia dei singoli paesi e del processo di aggiustamento internazionale.

4. Dall'esperienza della manovra dei tassi di cambio si possono trarre due lezioni generali. Prima, si dovrebbe permettere ai tassi di cambio di riflettere i mutamenti delle sottostanti determinanti fondamentali e, seconda, si dovrebbero contrastare condizioni di mercato non ordinate. Tuttavia, è risultato difficile tradurre queste due proposizioni in orientamenti operativi significativi e i paesi hanno sperimentato approcci diversi alla manovra dei tassi di cambio.

5. A parte gli interventi necessari per contrastare condizioni di mercato non ordinate, e data la libertà di scelta espressa nell'articolo IV degli accordi del Fondo monetario internazionale, i paesi partecipanti al Vertice hanno optato essenzialmente per due tipi di sistemi di cambio. I paesi partecipanti al meccanismo di cambio dello SME osservano margini fissi delle loro relazioni di cambio bilaterali. Motivato soprattutto dagli obiettivi di lungo periodo di stabilire un'unione monetaria europea, il mantenimento di tassi di cambio fissi fra quei paesi rappresenta anche un tentativo di ridurre l'instabilità dei cambi di quelle economie che hanno strette relazioni commerciali. I paesi non appartenenti allo SME, durante la fluttuazione generalizzata, si sono astenuti dallo stabilire limiti alle parità, lasciando che i tassi di cambio fossero determinati essenzialmente dall'operare delle forze di mercato. Tuttavia, questi paesi, pur senza stabilire accordi formali, hanno tentato di influenzare i movimenti dei cambi o hanno tenuto conto di tali movimenti nell'assumere decisioni di politica economica, anche se il grado di priorità assegnato ai tassi di cambio è risultato essere molto diverso, non solo da paese a paese, ma anche nel tempo, all'interno dei singoli paesi.

6. La risposta specifica alle crescenti tensioni sui mercati dei cambi è stata diversa a seconda delle circostanze: in molti casi i tentativi di influenzare i tassi di cambio sono stati inizialmente limitati agli interventi. Quando le pressioni sui

tassi di cambio aumentavano, essi sono stati, in genere, ampliati e, quando è sembrato necessario, accompagnati anche da modifiche delle politiche economiche. Inoltre, accanto a questa risposta tradizionale, i paesi sono ricorsi ai controlli sui movimenti di capitale e all'indebitamento all'estero del settore pubblico.

7. In realtà non sempre c'è una chiara distinzione fra azioni della politica economica di breve termine volte a influenzare i tassi di cambio e mutamenti dell'orientamento complessivo delle politiche economiche che, attraverso l'impatto sulle determinanti fondamentali, alterano anche il per-

corso di equilibrio di lungo periodo dei tassi di cambio. Inoltre, le operazioni di intervento possono avere un effetto monetario, e ciò rende difficile valutare separatamente le conseguenze degli interventi per sé sui cambi e quelle su altri aspetti della politica economica e sull'andamento dell'economia.

8. Questo rapporto ha lo scopo di approfondire le ragioni, i metodi e gli effetti degli interventi sul mercato dei cambi. Esso si fonda sull'esperienza dei singoli paesi in materia di interventi e su studi empirici preparati per il Gruppo di lavoro.

## I. DEFINIZIONE DEGLI INTERVENTI

9. Gli interventi possono essere definiti in modo ristretto o in termini più ampi. Alla luce dei dati disponibili, il Gruppo ha ritenuto che il modo più consono al mandato ricevuto fosse quello di usare il concetto di interventi che è stato sviluppato in pratica negli accordi di concertazione stabiliti dalle banche centrali e di ampliarlo con qualche elemento aggiuntivo.

### A. Definizione convenzionale

10. La definizione operativa più ristretta include ogni vendita o acquisto di valuta contro moneta nazionale che le autorità monetarie realizzano nei mercati dei cambi. Queste transazioni sono usualmente rivolte a influenzare il tasso di cambio della moneta nazionale, anche se a volte all'origine delle transazioni può stare l'esigenza di accumulare o di ricostituire riserve in valuta.

11. Questa definizione è utilizzata ai fini della procedura giornaliera di concertazione stabilita fra le banche centrali. Include tutti gli acquisti e le vendite di valuta estera contro moneta nazionale fatti dalla banca centrale, qualsiasi sia la forma di finanziamento effettivamente impiegata (riserve, *swaps*, finanziamenti SME, indebitamento ufficiale, ecc.). Le transazioni a termine

sono registrate separatamente nel momento in cui esse sono decise al fine di cogliere i loro effetti di mercato quando essi si manifestano. In base alla procedura di concertazione, le banche centrali riportano anche la casistica riguardante altri tipi di transazioni che si ritiene abbiano un effetto equivalente a quello degli interventi definiti in base alla definizione ristretta.

### B. Componenti da includere in definizioni più ampie

#### a) *Transazioni con la clientela e tiraggi dal FMI*

12. Questi due tipi di transazioni, che hanno luogo fuori del mercato, sono spesso chiamati intervento "passivo".

13. Le transazioni con la clientela riguardano acquisti e vendite di valuta conclusi direttamente fra la banca centrale ed enti particolari, generalmente appartenenti al settore pubblico, i quali altrimenti avrebbero realizzato la transazione sul mercato. Queste transazioni, a volte, sono realizzate fuori del mercato al fine di evitare di influenzare il tasso di cambio. Le controparti della banca centrale possono includere un'ampia varietà di enti. Un importante esempio di transa-

zioni con la clientela è costituito da quelle con lo stato al quale appartiene la banca centrale stessa, nel caso in cui quest'ultimo debba incassare, o fare pagamenti, in valuta. Un altro esempio riguarda le transazioni fra la banca centrale e un altro stato che deve fare pagamenti, o che ha ricevuto somme, nella valuta della banca centrale.

14. Quando uno dei tiraggi dal FMI include una delle valute "usabili liberamente" (le cinque valute che compongono il DSP), la banca centrale emittente non è obbligata ad assicurare una facilitazione di conversione per la sua valuta. Se, ciononostante, la banca centrale decide di farlo, nella misura in cui la conversione è "al di fuori del mercato", essa può essere considerata un intervento "passivo".

#### *b) Pagamenti di interessi sulle riserve internazionali*

15. Le riserve in valuta fruttano pagamenti di interessi in valuta straniera che usualmente non sono convertiti in moneta nazionale, ma sono semplicemente sommati alle riserve stesse. Anche se questo non ha lo scopo di influenzare il mercato dei cambi, alcuni ritengono che ciò equivalga a una forma di intervento "passivo".

16. Se si aggiungono le componenti *a)* e *b)* alla definizione ristretta, l'intervento è equivalente a una variazione delle attività nette in valuta delle autorità monetarie (esclusi gli aggiustamenti di cambio e le allocazioni di DSP).

#### *c) Indebitamento*

17. Una definizione ancora più ampia di intervento includerebbe tutte le transazioni sui mercati dei cambi compiute da altri enti (banche, imprese pubbliche e private) che si possono ritenere indirizzate dallo Stato o dalla banca centrale. Questo è il caso in cui l'indebitamento, che altrimenti non sarebbe stato realizzato in valuta, ha invece luogo e il ricavato è convertito nel mercato. Quando si cerchi di determinare quale indebitamento in valuta dovrebbe essere considerato come intervento, questo criterio può creare problemi di difficile soluzione per quanto riguarda gli intenti che ci si propone con l'indebitamento stesso.

### **C. Interventi sterilizzati e non sterilizzati**

18. Per isolare gli effetti diretti delle operazioni di intervento sui mercati dei cambi da quelli che derivano da manovre di politica monetaria, il Gruppo di lavoro ha considerato la distinzione tra interventi sterilizzati e quelli che non lo sono. Gli interventi sterilizzati (sulla base di una definizione più ampia) implicano una variazione nelle attività nette in valuta delle autorità monetarie che è compensata da una corrispondente variazione nelle loro attività nette in moneta nazionale, tale da lasciare inalterate le passività monetarie (o, più in particolare, la base monetaria). Se, d'altra parte, la variazione delle attività nette in valuta delle autorità monetarie è accompagnata da una variazione corrispondente delle loro passività monetarie (in modo che, per esempio, una riduzione delle riserve in valuta dia luogo a una riduzione della base monetaria) l'intervento si dice non sterilizzato.

19. Il Gruppo ha ritenuto utile questa distinzione per concentrare la discussione sulla misura in cui gli effetti delle operazioni di intervento sui mercati dei cambi dipendano dall'impatto monetario delle operazioni stesse. Tuttavia, l'applicazione sistematica di questa distinzione si è rivelata difficile nella pratica, perché le tecniche di controllo monetario e le politiche monetarie variano da paese a paese e perché gli interventi sterilizzati possono influenzare anche aggregati monetari che non siano la base stessa. I paesi che perseguono obiettivi monetari intermedi normalmente non hanno obiettivi specifici di base monetaria; perciò, le autorità di quei paesi possono aver bisogno di intraprendere azioni di politica monetaria se vogliono assicurarsi che gli aggregati monetari assunti come obiettivo non siano influenzati dagli interventi sterilizzati.

20. Gli interventi sono solo uno dei numerosi fattori che influenzano le passività delle autorità monetarie (la base monetaria). Finché gli obiettivi intermedi sono rispettati (sia che essi si riferiscano oppure no alla base monetaria), si può dire che, in un certo senso, gli effetti monetari degli interventi sono stati neutralizzati. Quando gli obiettivi non sono rispettati, si tratta di vedere, caso per caso, se all'evento abbiano contribuito gli interventi o altri fattori (o entrambi).

## II. OBIETTIVI DEGLI INTERVENTI

21. Nel periodo della fluttuazione dei cambi, tutti i paesi partecipanti al Vertice hanno impiegato (sia pure con intensità diversa) gli interventi sul mercato come strumento di politica dei cambi. Questa parte del Rapporto presenta una sintesi degli obiettivi degli interventi e della loro evoluzione nell'ambito della politica di cambio seguita da ciascun paese nel periodo 1973-1981.

### A. Sintesi degli obiettivi

22. Nella tavola 1 sono elencati gli obiettivi della politica di intervento perseguita, in diversi istanti di tempo, dai vari paesi partecipanti al Vertice durante il periodo della fluttuazione. Tutti e sette i paesi hanno avuto come finalità comune, come parte del loro impegno per la promozione di un sistema di cambi stabile, quella di contrastare condizioni non ordinate del mercato dei cambi, in accordo con gli impegni sottoscritti nell'articolo IV degli *Articles of Agreement* del FMI, nella sua versione del 1978. Non esiste, però, una definizione unica delle condizioni che individuano il carattere di situazione non ordinata del mercato. Inoltre, anche le operazioni di intervento aventi lo scopo sopra indicato sono state di intensità diversa. Alcuni paesi sono intervenuti regolarmente per contrastare, sul nascere, le condizioni non ordinate; altri hanno preferito aspettare più chiare indicazioni della presenza di quelle condizioni che avrebbero richiesto l'intervento. Queste differenze sono dovute in larga parte a una diversa visione del funzionamento di un mercato dei cambi che sia lasciato a sé stesso e della misura del miglioramento che le autorità possono apportarvi e, infine, alle differenze esistenti fra i mercati finanziari e valutari nei vari paesi.

23. Mentre non è mai stato possibile pervenire a una definizione comune operativa di "mercati non ordinati", talvolta le autorità dei vari paesi sono intervenute quando hanno riscontrato situazioni insolite e non desiderate del mercato dei cambi. Tali situazioni hanno riguardato l'allargamento dello scarto denaro-lettera e l'ampiezza dei movimenti giornalieri; oppure si sono avuti interventi quando si aveva la sensazione che il mercato fosse "rarefatto" o molto incerto e, a volte, quando si riteneva che esistessero condi-

zioni psicologiche atte a produrre movimenti cumulativi dei cambi. Tutti i paesi sono intervenuti occasionalmente per controbilanciare l'impatto destabilizzante immediato di eventi di natura non economica.

24. Le autorità di tutti e sette i paesi hanno frequentemente seguito nei loro interventi la strategia di contrastare le tendenze in atto (*leaning against the wind*). A tale scopo sono state utilizzate varie tattiche come quella di opporsi a oscillazioni dei cambi superiori a soglie predeterminate o di scoraggiare l'insorgere di movimenti cumulativi e autosostentanti ed effetti *bandwagon*. Le autorità hanno impiegato tali tattiche con frequenza diversa: talvolta, occasionalmente, come parte di una strategia più vasta volta a opporsi a specifiche situazioni di mercato, altre volte in modo più regolare. Il concetto di "mercato non ordinato" è stato in alcuni casi allargato per comprendere le nozioni di "volatilità" e "instabilità". Mentre questi concetti sono di difficile quantificazione (si veda la trattazione che se ne fa nella sezione III.D, paragrafo 73), le autorità hanno spesso agito nel presupposto che fosse necessario contrastare in parte i movimenti dei cambi (la cui causa non è generalmente nota sin dall'inizio) fino al momento in cui è possibile stabilire se si tratta di movimenti tendenziali di lungo termine, invece che temporanei e, possibilmente, reversibili.

25. Talvolta le autorità dei sette paesi sono anche intervenute per contrastare movimenti dei cambi considerati ingiustificati in base al comportamento delle variabili fondamentali. Sono stati effettuati interventi di questo tipo per ostacolare o rovesciare tali movimenti e, quali operazioni ponte, per dare tempo a coloro che operano sul mercato di riconoscere l'"erroneità" delle loro valutazioni, ovvero alle autorità stesse di rivedere le loro politiche economiche e apportarvi le necessarie modifiche. In tali circostanze gli interventi sono stati anche utilizzati come segnali della fermezza di comportamento delle autorità o per accertare la forza delle posizioni sostenute dal mercato o le tendenze in atto. Tutti gli interventi descritti sono stati in chiara relazione con l'orientamento complessivo della politica economica.

Tav. I

**Sintesi degli obiettivi degli interventi perseguiti, in tempi diversi,  
dai paesi membri nel periodo dei cambi fluttuanti**

*Descrizione degli obiettivi (1)*

**OBIETTIVI LIMITATI CONNESSI CON CONDIZIONI DI MERCATO DI BREVE DURATA**

1. "Contrastare condizioni non ordinate":
  - a. Definite secondo criteri strettamente tecnici (ampiezza degli scarti denaro-lettera, ampiezza dei movimenti giornalieri, mercato "rarefatto" e nervoso....);
  - b. "Contrastare condizioni non ordinate" dovute a *shocks* di natura non economica;
  - c. "Contrastare condizioni non ordinate" di breve durata — dovute a fattori psicologici e di *bandwagon* (2). Opporsi a movimenti di cambi che possono autonomamente acquistare forza.
2. Mandare al mercato segnali riguardanti le intenzioni delle autorità, oppure saggiare le tendenze del mercato.
3. Tentare il sostegno di un dato livello di cambio per periodi molto brevi (per esempio, per conservare un livello di riferimento al quale si attribuisca importanza psicologica).

**TENTATIVI DI INFLUENZARE LIVELLI DEI CAMBI PER PERIODI INTERMEDI**

4. Ostacolare movimenti ampi di breve termine o "fluttuazioni erratiche", oppure ridurre movimenti dei cambi tra un giorno e l'altro che superino valori assoluti predeterminati.
5. Guadagnare tempo per riorientare la politica economica.

(1) Tutti questi obiettivi non si escludono reciprocamente. Alcuni sono il riflesso di altri e vari possono essere stati perseguiti nello stesso periodo di tempo.

(2) Si può generalmente indicare con il termine di andamenti *bandwagon* quei movimenti unidirezionali continuativi dei cambi che sembrano autoalimentarsi e che sono (o diventano) indipendenti dalle effettive condizioni dell'economia.

6. Contrastare le tendenze in atto (*leaning against the wind*) — questa strategia è stata perseguita da alcuni paesi per periodi brevi e da altri per periodi più lunghi.

**TENTATIVI DI INFLUENZARE I LIVELLI DEI CAMBI IN PERIODI LUNGH**

7. Ostacolare movimenti nei cambi che "non sono connessi con l'andamento delle variabili fondamentali":
  - a. Ostacolare evidenti *overshooting*;
  - b. Realizzare operazioni-ponte che permettano agli operatori di percepire mutamenti, già avvenuti, delle variabili fondamentali.
8. Tentativi di agevolare i compiti della politica monetaria riducendo l'impatto delle condizioni monetarie esterne su quelle interne.
9. Ostacolare il deprezzamento eccessivo del cambio per evitare conseguenze inflazionistiche, ovvero l'apprezzamento, per mantenere la competitività.
10. Tentativi di difendere livelli dei cambi minimi o massimi per periodi prolungati.
11. Interventi marginali e intramarginali in seno allo SME per mantenere le parità entro le bande di fluttuazione.

**ALTRI OBIETTIVI**

12. Tentativi di accumulare valuta straniera senza provocare nuove pressioni al ribasso sul corso della propria moneta.
13. Attenuare fluttuazioni stagionali o compensare transazioni per grandi ammontari.
14. Preservare il valore degli investimenti internazionali denominati in valuta nazionale per evitare l'impatto potenzialmente destabilizzante di movimenti generalizzati della composizione del portafoglio degli agenti sul mercato.

26. Le autorità dei paesi partecipanti allo SME, nell'ambito degli accordi intervenuti nella CEE (prima il serpente monetario, poi lo SME), hanno avuto obiettivi formali di cambio più ambiziosi, essendosi impegnati a mantenere in tempi diversi le parità all'interno di una fascia di fluttuazione determinata.

27. La maggior parte dei paesi è stata più volte spinta dal desiderio di evitare livelli del tasso di cambio che potessero influenzare in modo ingiustificato la loro competitività internazionale di prezzo. Più recentemente essi hanno dato maggiore peso al tentativo di evitare gli effetti inflazionistici del deprezzamento del cambio. Altri obiettivi sono emersi dopo periodi prolungati durante i quali le autorità sono intervenute per difendere il valore della loro moneta contro pressioni al ribasso. In alcuni casi, le autorità sono intervenute, per brevi periodi, per provocare il rovesciamento di quelle tendenze. Più frequentemente, dopo l'inversione di tendenza del cambio, le autorità hanno acquistato valute (per ricostituire le riserve o per coprire una posizione esterna in valuta), evitando di generare nuove pressioni al ribasso sulla loro moneta.

28. La restante parte di questa sezione è dedicata a una breve sintesi dell'evoluzione degli obiettivi degli interventi di ciascuno dei paesi del Vertice. Questa sintesi riguarda l'evoluzione delle politiche di cambio in senso lato, le quali includono misure di politica economica diverse da quella degli interventi.

#### B. Evoluzione degli obiettivi

29. Le autorità canadesi sono intervenute con lo scopo di ridurre le variazioni giornaliere del tasso di cambio della loro moneta con il dollaro USA. In pratica ciò le ha portate a seguire un orientamento simmetrico nel contrastare le tendenze in atto (*leaning against the wind*), intervenendo quasi ogni giorno per opporsi a movimenti verso l'alto o verso il basso, generalmente operando per ammontari ridotti, ma con intensità crescente al crescere dell'ampiezza delle fluttuazioni giornaliere. Talvolta hanno modificato la loro tattica, sulla base di considerazioni aventi un orizzonte temporale più ampio di quello giornaliero, tenendo presente elementi quali la dimensione e la velocità dei movimenti cumulativi dei cambi.

30. Il principale obiettivo di lungo periodo della politica dei cambi francese è stato quello di evitare sistematicamente divergenze significative fra i cambi e le variabili economiche fondamentali; queste ultime soprattutto considerate in rapporto a quelle degli altri paesi europei. Le autorità francesi hanno allo stesso tempo cercato di stabilizzare il valore esterno del franco, principalmente nei confronti delle altre monete europee, per promuovere il processo d'integrazione all'interno della Comunità europea. Esse hanno, in ogni caso, espresso la preferenza per un franco stabile, convinti che ciò incoraggia la produzione di manufatti ad alto valore aggiunto ed evita pressioni esterne sull'inflazione. Nella loro politica di intervento giornaliero, le autorità francesi si sforzano di attenuare la volatilità dei tassi di cambio e di prevenire fluttuazioni erratiche dovute a cambiamenti improvvisi della psicologia espressa dal mercato causati da eventi economici e politici imprevisti. In alcune circostanze sono stati utilizzati i controlli sui movimenti di capitale per contrastare perturbazioni di origine esterna. La dimensione relativa delle operazioni di intervento nei periodi di pressioni più intense è rimasta più o meno stabile dal 1973.

31. La Germania federale, dal 1972 in poi, ha partecipato in modo continuo agli accordi di cambio della Comunità economica europea. Questo ha frequentemente richiesto interventi considerevoli da parte dei paesi membri e ha influenzato la politica di intervento della Germania federale sul mercato del dollaro. Oltre alle azioni inerenti alla partecipazione alla CEE, le autorità tedesche hanno cercato, sin dall'inizio del periodo della fluttuazione dei cambi, di opporsi a condizioni non ordinate del mercato, di attenuare fluttuazioni "erratiche" di breve periodo e di ridurre, in un arco temporale più lungo, variazioni eccessive del cambio marco/dollaro. L'*overshooting* del cambio marco/dollaro fu causa di preoccupazioni verso la metà del 1973. Diventò uno dei problemi più importanti nel 1978, quando furono necessari sforzi particolari per riportare i movimenti dei cambi più in linea con l'evoluzione delle variabili "fondamentali". Nel 1980-81, in presenza di ampi deficit della bilancia dei pagamenti correnti della Germania federale, di livelli ridotti dei tassi d'interesse interni e di incertezze sull'evoluzione della politica economica tedesca e sui fattori economici esterni e interni, il marco tedesco fu sostenuto da



interventi rilevanti. La tendenza decrescente del marco tedesco fu contrastata per limitare le conseguenze inflazionistiche dei più elevati prezzi del petrolio e del deprezzamento della moneta e, a volte, per evitare vantaggi di competitività non sostenibili. In un clima economico che si stava deteriorando, si ritenne di isolare i mercati finanziari interni quanto più possibile dall'elevatezza dei tassi di interesse all'estero. L'utilizzazione dell'ampio *stock* di riserve valutarie tedesche per finanziare il deficit dei pagamenti con l'estero sembrò giustificato, almeno per un certo periodo di tempo.

32. L'obiettivo principale della politica di cambio dell'Italia è stato quello di mantenere la posizione competitiva e, allo stesso tempo, quello di contrastare il rapido deprezzamento della lira a causa degli effetti che ciò avrebbe prodotto sull'inflazione interna, dato anche l'elevato livello di indicizzazione. Inoltre gli interventi hanno avuto il compito di assicurare condizioni ordinate nel mercato, soprattutto riducendo movimenti stagionali delle transazioni con l'estero, frenando movimenti dei cambi erratici e speculativi e compensando alcune transazioni individuali di dimensioni ampie. Gli interventi sono stati a volte motivati o vincolati dal desiderio di ricostituire e mantenere un adeguato livello di riserve valutarie. La partecipazione dell'Italia allo SME dopo il marzo 1979 non ha provocato mutamenti negli obiettivi fondamentali, ma ha spinto a considerare con maggiore attenzione le operazioni di intervento giornaliero per limitare movimenti del cambio della lira entro una difendibile fascia più ristretta di quella del 6 per cento dalla parità centrale.

33. La politica di cambio giapponese ha generalmente avuto lo scopo di limitare la dimensione delle fluttuazioni di breve periodo, perseguendo una strategia di *leaning against the wind*. Si è anche ritenuto opportuno contrastare i movimenti di medio e lungo termine quando l'apprezzamento o il deprezzamento dello yen giungeva a un livello ben al di là di quello giustificato dagli andamenti delle variabili "fondamentali". La politica del cambio giapponese si è concentrata quasi esclusivamente sul rapporto yen/dollaro a causa della elevata quota delle transazioni finanziarie e commerciali giapponesi denominate in dollari. Le operazioni realizzate dal Giappone non sono state così frequenti come quelle degli altri paesi europei o del Canada, ma sono state a

volte cospicue. Alla fine del periodo 1977-78 le autorità giapponesi erano preoccupate da un apprezzamento dello yen nei confronti del dollaro, che consideravano eccessivo; di conseguenza la politica fu sempre più orientata ad arrestare movimenti giornalieri di cambi unidirezionali e continui, a combattere i fattori psicologici e a rallentare il rialzo del cambio yen/dollaro. Durante la successiva fase di deprezzamento dello yen, che si ebbe dopo il secondo *shock* petrolifero, le autorità giapponesi, sempre nell'ambito dello stesso orientamento delle politiche economiche, attribuirono maggior importanza all'obiettivo di limitare l'impatto del deprezzamento dello yen sull'inflazione e sul costo in yen delle importazioni di petrolio.

34. Fra il 1973 e l'inizio del 1976 la politica dei cambi del Regno Unito fu concentrata sul valore della sterlina soprattutto nei confronti del dollaro. Nel 1976 la sterlina si deprezzò bruscamente dopo un periodo di peggioramento di competitività associato all'elevata inflazione interna, ma si riprese in seguito agli accordi *stand-by* intervenuti con il FMI. L'apprezzamento della sterlina nel 1977 fu temporaneamente "stabilizzato" dalle autorità britanniche per mantenere il livello di competitività acquisito, ma questa politica fu abbandonata a causa delle implicazioni che essa aveva per gli aggregati monetari. L'importanza degli obiettivi monetari fu riaffermata dopo il maggio 1979, quando gli interventi furono limitati alla riduzione delle fluttuazioni eccessivamente ampie o rapide, senza peraltro implicare il tentativo di contrastare le tendenze del mercato. Il tasso di cambio è utilizzato come un indicatore delle condizioni monetarie interne. La dimensione degli interventi è stata notevolmente ridotta negli anni più recenti.

35. Nel complesso, durante tutto il periodo dei cambi flessibili, gli Stati Uniti sono stati il paese che ha fatto meno frequentemente ricorso agli interventi, di solito soltanto in seguito al manifestarsi di condizioni non ordinate del mercato dei cambi. Le decisioni di intervento sono state influenzate dalla percezione dell'anormalità delle condizioni degli scambi e dalla velocità e ampiezza dei movimenti dei cambi giornalieri. Nel 1978-79 si ebbe una generalizzata perdita di fiducia nel dollaro (con conseguenze potenzialmente gravi sul sistema monetario internazionale dato il ruolo centrale della valuta americana) e le autorità americane furono considerevolmente più at-

tive nelle loro operazioni di intervento. Al culmine di quel periodo esse presero in maggiore considerazione alcuni elementi: la convinzione che il deprezzamento del dollaro fosse andato ben oltre i livelli giustificati dai fattori "fondamentali", il desiderio di impedire possibili spinte inflazionistiche e la convinzione che elementi psicologici operassero nel mercato e che potessero acquistare forza qualora non fossero state subito contrastate. Considerazioni simili sono emerse, anche se in minor misura, all'inizio del 1975, durante un breve episodio di più intensa attività di intervento da parte delle autorità americane. Dall'inizio del 1981 le autorità hanno limitato il proprio intervento in alcuni casi in cui vi era una chiara indicazione di disordine nel mercato e tale da giustificare quella scelta. Le autorità degli Stati Uniti hanno ritenuto che, a causa del ruolo centrale occupato dal dollaro nel sistema monetario internazionale, la stabilità dei prezzi interni fosse l'obiettivo prioritario.

36. I paesi membri della Comunità economica europea hanno creato il **Sistema monetario europeo (SME)** con l'obiettivo di instaurare un'area monetaria con cambi e prezzi stabili. Lo

SME si basa su accordi riguardanti i tassi di cambio e gli interventi sui mercati che sono sostenuti da un esteso sistema di meccanismi di credito; esso costituisce un elemento di coordinamento monetario e delle politiche economiche. L'obiettivo esplicito che riguarda i tassi di cambio dei paesi partecipanti allo SME consiste nel mantenere le fluttuazioni del proprio cambio entro una banda di fluttuazione del 2,25 per cento attorno a parità fisse ma modificabili (nel caso della lira la banda è del 6 per cento). Ciò implica, per le autorità, la necessità di perseguire politiche monetarie coerenti e un impegno a intervenire nella misura necessaria per difendere i margini concordati. Fanno parte del sistema i riallineamenti eventuali delle parità; essi vengono sanciti da accordi con una procedura comune e sono accompagnati da appropriate misure di politica economica. Inoltre, la maggior parte dei paesi considera utile la sorveglianza del cambio all'interno della fascia d'intervento per evitare pressioni che potrebbero autoalimentarsi man mano che ci si avvicina ai limiti di intervento. Essi sono dunque intervenuti in modo "intramarginale" per mantenere i cambi lontani da limiti massimi rispetto alla parità.

### III. EFFETTI DEGLI INTERVENTI

37. Questa sezione presenta i risultati raggiunti dal Gruppo di lavoro per quanto riguarda gli effetti degli interventi sui tassi di cambio nel periodo 1973-1981; le conclusioni alle quali si è pervenuti debbono essere valutate tenendo conto di quattro considerazioni di carattere generale:

- i paesi differiscono notevolmente per quanto riguarda la loro dimensione e il grado di apertura dei mercati finanziari, come pure nelle loro strutture economiche e commerciali; queste differenze influiscono sull'atteggiamento dei vari paesi nei confronti dei mercati dei cambi;
- gli operatori che agiscono sui mercati valutari si sono abituati a differenti schemi di comportamento da parte delle singole banche centrali;

- come si è detto nella sezione precedente, le motivazioni sottostanti all'intervento e ai suoi obiettivi differiscono grandemente da paese a paese e all'interno di ciascun paese esse variano nel tempo;
- le decisioni di intervento sono state esaminate con tutti i vantaggi che può offrire un'analisi retrospettiva: nel momento in cui gli interventi venivano effettuati le cause delle tensioni del mercato non erano sempre ben chiare alle autorità e i successivi sviluppi potevano essere difficilmente prevedibili.

38. Date queste considerazioni, non vi è un modo semplice e univoco per valutare gli effetti degli interventi e, fatto ben più importante, di trarre conclusioni aventi validità generale. Ciononostante, il Gruppo di lavoro ha ritenuto che gli

interventi siano stati uno strumento efficace nel perseguimento di certi obiettivi di cambio, specialmente quelli orientati a influenzare il comportamento del cambio nel breve periodo. L'efficacia è risultata maggiore quando gli interventi non sono stati sterilizzati piuttosto che quando i loro effetti monetari sono stati compensati (si veda la definizione di interventi sterilizzati nel paragrafo 18 della sezione I). Si è, inoltre, registrato un ampio consenso sul fatto che gli interventi sterilizzati generalmente non hanno avuto effetti permanenti, mentre interventi congiunti a modifiche della politica economica interna hanno avuto un effetto più duraturo. Al tempo stesso si è riconosciuto che tentativi di perseguire obiettivi di cambio incoerenti con gli andamenti di fondo dell'economia attraverso la sola politica di intervento hanno mostrato una tendenza a essere controproducenti.

39. Questi risultati sono esaminati nella prima parte di questa sezione. Nelle parti successive si tratta dell'efficienza del mercato dei cambi e delle sue implicazioni per gli interventi, delle relazioni tra tassi di cambio e le variabili fondamentali dell'economia e dei criteri di utilità e di redditività per determinare l'efficacia degli interventi.

#### A. Efficacia degli interventi

##### a) *Interventi aventi obiettivi di breve termine o intermedii*

40. Si è fatto frequentemente ricorso a interventi in seguito a perturbazioni del mercato dei cambi, quali l'insorgere di condizioni non ordinate delle transazioni o di eventi imprevedibili di natura essenzialmente non economica. In queste circostanze gli interventi sono stati spesso efficaci nel realizzare obiettivi di breve periodo come la riduzione del divario tra le quotazioni denaro-lettera o il contenimento delle variazioni dei cambi nel corso della stessa giornata o da un giorno all'altro.

41. Queste valutazioni sono state raggiunte dal Gruppo alla luce di due serie di evidenze, ciascuna delle quali avente certe sue proprie limitazioni dovute, nel caso degli studi di singoli episodi, alla mancanza di ipotesi verificabili e, nel caso delle analisi econometriche, alle inevitabili ipotesi semplificatrici su cui queste si basano.

- La maggior parte degli studi di singoli episodi descrive situazioni in cui gli interventi sono stati efficaci nell'influenzare il tasso di cambio nel breve periodo.
- Gli studi econometrici indicano altresì che gli interventi hanno influenzato il tasso di cambio nel breve periodo. Questi studi comprendono:

1) analisi delle serie temporali. Questi studi indicano che il dollaro potrebbe non essere stato un perfetto sostituto nei portafogli degli investitori internazionali del dollaro canadese, del franco francese, del marco tedesco, della lira italiana, dello yen giapponese o della sterlina, implicando in tal modo che gli interventi sterilizzati hanno avuto, con ogni probabilità, un effetto diretto sui tassi di cambio (1). Ulteriori risultati, anche se meno definitivi, suggeriscono che l'effetto degli interventi sarebbe stato significativo in gran parte dei sottoperiodi nel caso dei tassi del dollaro USA nei confronti del dollaro canadese e del franco francese; solo in alcuni sottoperiodi per il marco tedesco e lo yen giapponese e mai per la sterlina e la lira italiana;

2) uno studio basato su modelli econometrici di piccole dimensioni (2) per analizzare dati mensili e trimestrali. Questo studio ha dato risultati in un certo modo differenti. Ha fornito indicazioni che il dollaro USA potrebbe essere stato un ottimo sostituto del dollaro canadese e del marco tedesco, implicando che gli interventi in questi mercati potrebbero aver avuto effetti modesti o nulli. D'altro canto, lo studio indica che lo yen giapponese e il dollaro USA sareb-

(1) Gli interventi sterilizzati influenzano l'andamento del cambio modificando gli *stocks* di attività in valuta estera e nazionale detenuta nei portafogli degli investitori. Se le attività denominate in diverse valute sono perfettamente sostituibili tra di loro, allora gli investitori saranno indifferenti nei confronti degli *stocks* relativi di ciascuna valuta da essi detenuta e gli interventi non avranno alcun effetto diretto sui tassi di cambio attraverso questo canale.

(2) Questi modelli sono stati utilizzati per verificare l'ipotesi di perfetta sostituibilità tra le attività denominate in dollari USA e quelle denominate nelle tre altre valute. Le stime ottenute sono state così imprecise che non è stato possibile rifiutare l'ipotesi che il dollaro USA sia stato un perfetto sostituto del dollaro canadese (su base trimestrale) e meno decisamente del marco tedesco (su base mensile). Per lo yen (su base mensile) l'ipotesi di perfetta sostituibilità è stata respinta.

bero stati meno sostituibili tra di loro, implicando che gli interventi su questo mercato avrebbero avuto un effetto apprezzabile;

- 3) uno studio sulla efficienza dei mercati dei cambi basato su dati mensili. L'imperfetta sostituibilità è stata una delle due principali spiegazioni dei risultati ottenuti con questo studio (si veda la sezione III.B).

42. Gli interventi sono stati talvolta effettuati per perseguire altri obiettivi intermedi o di breve periodo. Tra questi: interventi per riassicurare gli operatori di mercato; per ridurre le dimensioni e il ritmo dei movimenti di cambio; per proteggere livelli del cambio aventi particolare significato psicologico; per inviare un segnale di fermezza al mercato. Il Gruppo ha ritenuto che tali operazioni hanno spesso svolto un'utile funzione anche se vi sono state occasioni in cui queste potrebbero essere state controproducenti.

*b) Interventi sistematici per influenzare i tassi di cambio*

43. Gli interventi hanno seguito un andamento più sistematico quando sono stati effettuati al fine di influenzare il cambio per periodi più lunghi. Questo è stato normalmente il caso in cui si è ritenuto che il livello del cambio avesse persistentemente deviato da quello che le autorità consideravano il livello giustificato dai fattori di fondo dell'economia (si veda la sezione III.C più oltre). In queste circostanze, le autorità sono frequentemente intervenute per moderare questi movimenti.

44. Gli studi effettuati dal Gruppo su episodi singoli hanno tuttavia indicato che il tentativo di modificare le valutazioni del mercato in queste circostanze potrebbe essere un compito di difficile realizzazione. Anche ipotizzando la possibilità di definire chiaramente i fattori fondamentali dell'economia e l'esistenza di una relazione tra livelli del cambio e questi fattori, non è possibile che una simile relazione si riveli operativa se non nel lungo periodo. Quella che può essere considerata una deviazione non desiderata del cambio potrebbe anche essere vista, da un'altra angolazione, come parte di un necessario processo di aggiustamento strutturale. Poiché entrambi i punti di vista hanno qualche giustificazione, le autorità

hanno in pratica fatto ricorso agli interventi in modo pragmatico, per esempio, per guadagnare tempo ai fini dell'attuazione di nuove misure di politica economica.

45. Dato il modo in cui si evolvono i mercati dei cambi non vi è un metodo preciso per determinare quando un periodo di disordine valutario si è tramutato in una situazione di squilibrio più profondo o di più lungo periodo, anche se questa distinzione può risultare più chiara a un esame retrospettivo. Si può in ogni caso dire che, anche nell'arco di un periodo sufficientemente lungo da consentire l'individuazione di una tendenza, fattori diversi da quelli di fondo possono influenzare l'andamento del mercato. Tra questi sviluppi vi possono essere fattori di natura esterna al di fuori del controllo delle autorità del singolo paese e che possono dar luogo a tensioni di mercato di notevole entità e difficili da fronteggiare. Il peso di questi vincoli può variare da paese a paese, a seconda del grado di apertura delle economie, dello spessore dei mercati finanziari e di altri fattori istituzionali.

46. Vi è stato un vasto consenso tra i membri del Gruppo sul fatto che gli interventi sterilizzati non sembrano, di per sé, essere stati uno strumento efficace per fronteggiare persistenti tensioni di mercato. In effetti, simulazioni effettuate nell'ambito dello studio basato su modelli econometrici di piccole dimensioni hanno confermato che l'impatto degli interventi sterilizzati è stato molto minore di quello di interventi ai quali si è voluto fare esercitare anche un effetto diretto sulle passività monetarie delle autorità (interventi non sterilizzati). Più in generale, al fine di ottenere effetti significativi sul cambio, in momenti di persistenti pressioni di mercato, le autorità hanno trovato indispensabile il ricorso a modifiche delle politiche economiche, specialmente di quella monetaria. Mentre alcuni all'interno del Gruppo hanno sottolineato il ruolo svolto dalla politica monetaria in queste situazioni, la maggior parte dei componenti ha ritenuto che l'effetto della simultanea applicazione dei due strumenti andava oltre gli effetti di ogni singolo strumento. In altre parole questi membri hanno sostenuto che l'intervento in cambi e le misure di politica monetaria si sono reciprocamente rafforzate amplificando in tal modo la dimensione e la durata dei rispettivi effetti. Talvolta, quando sono state prese misure

supplementari, gli interventi si sono ridotti o si sono rivelati non necessari.

47. Quando le pressioni sul cambio si sono manifestate in situazioni in cui le politiche seguite erano ritenute in linea con gli obiettivi interni e quando i fattori di fondo non sembravano giustificare importanti variazioni del cambio, vi è stata la tendenza ad attribuire agli interventi — almeno in prima istanza — un ruolo preminente nell'ambito delle politiche di cambio. Le autorità dei paesi partecipanti al Vertice hanno effettuato in alcune occasioni interventi su larga scala quando ritenevano che gli operatori di mercato non avessero tenuto pienamente conto dei fattori fondamentali o avessero reagito troppo lentamente a modifiche degli stessi o quando, infine, gli operatori avevano perso fiducia nelle politiche di alcuni dei maggiori paesi. Il Gruppo ha constatato che in molti casi gli interventi hanno permesso di "guadagnare tempo" consentendo agli operatori di mercato di riconoscere tali fattori; mentre la manifestazione di fermezza data nel correggere le tendenze in atto con interventi massicci ha svolto un ruolo importante nel ristabilire la fiducia.

48. Quando le autorità hanno rilevato un'incompatibilità tra obiettivi interni e di cambio, vi sono state occasioni in cui si è cercato di "guadagnare tempo" attraverso gli interventi al fine di riorientare le politiche economiche. In pratica ciò ha significato un uso degli interventi volto a moderare fluttuazioni giornaliere del cambio e a impedire perturbazioni ingiustificate sul mercato. Queste operazioni si sono rivelate efficaci se a esse hanno fatto seguito le necessarie modifiche della politica economica; ma il tentativo di guadagnare tempo, in certe occasioni, si è dimostrato inutile o addirittura controproducente, in mancanza di adeguate modifiche di politica economica. Inoltre, là dove il conflitto tra obiettivi interni e di cambio ha continuato per qualche tempo a manifestarsi, gli interventi sono stati incapaci di risolvere tali conflitti costringendo alla modifica di uno o di entrambi gli obiettivi. In tempi recenti in numerosi paesi la tendenza è stata quella di seguire una "strategia mista" nella fissazione di obiettivi monetari condizionali, il che ha implicato che gli sviluppi del cambio venissero presi in considerazione per l'interpretazione della crescita degli aggregati monetari.

49. Le situazioni di "conflitto" descritte comprendono casi in cui movimenti del cambio sono stati contrastati al fine di mitigarne gli effetti diretti sull'economia. In alcuni casi i paesi hanno cercato di impedire l'apprezzamento delle proprie monete per mantenere la competitività di prezzo; tuttavia l'esperienza ha mostrato che, se le pressioni al rialzo sul cambio persistono, l'ammontare degli interventi necessari diventa assai ampio e gli stessi debbono essere accompagnati da modifiche in altre politiche e, in alcuni casi, da controlli sui movimenti di capitale. Tutti i paesi del Vertice hanno, in certi periodi, fatto ricorso a controlli diretti dei movimenti di capitale o a provvedimenti di carattere amministrativo. Tenuto conto della struttura e della dimensione relativa dei rispettivi mercati dei capitali, le misure in materia di controllo dei movimenti di capitale sono state prese da alcuni paesi nell'ambito del complesso di misure destinate a fronteggiare episodi gravi di pressioni sul cambio. Tuttavia, si è ampiamente convenuto che i controlli, se prolungati, possono aver determinato effetti negativi nel più lungo periodo.

50. Un altro esempio di conflitto si è manifestato, a volte, quando si è cercato di opporsi al deprezzamento del cambio per evitarne le conseguenze sull'inflazione. La misura in cui il deprezzamento può aver contribuito ad accelerare l'inflazione dipende dal grado di apertura dell'economia come pure dall'estensione dell'indicizzazione e da altri aspetti istituzionali o delle politiche economiche. Pertanto, in questi casi, uno dei problemi fondamentali è stato il dover introdurre misure correttive in presenza di ampie variazioni del cambio.

51. La caratteristica principale delle varie forme di intervento e delle politiche di cambio fin qui descritte è che le autorità non hanno tentato di difendere un particolare livello del cambio ma, piuttosto, hanno consentito che il cambio assorbisse parte delle tensioni. In effetti, fatta eccezione per i tentativi di breve periodo compiuti per mantenere livelli del cambio aventi un valore psicologico, vi è stato solo un caso in cui le autorità hanno assunto uno specifico obiettivo di cambio per un periodo prolungato. È il caso del Regno Unito durante il 1977. Anche se il cambio era stato stabilizzato con successo per circa sei mesi, questo aveva richiesto ripetute riduzioni dei tassi di interesse e massicci interventi in una sola direzione. Queste misure si erano rivelate incompati-

bili con l'obiettivo di contenimento degli aggregati monetari e alla fine fu necessario abbandonare l'obiettivo di cambio.

52. Il Sistema monetario europeo (SME) fornisce ulteriori esempi, in un contesto assai diverso, di fissazione e di difesa di livelli concordati del cambio. In alcune circostanze, vi sono stati interventi cospicui da parte delle autorità le cui valute avevano raggiunto i margini. È stato notato che l'esistenza della facilitazione di finanziamento a brevissimo termine — alla quale è possibile fare ricorso per ottenere ammontari illimitati di valute utilizzabili per interventi al margine per periodi di tempo limitati — ha facilitato l'effettuazione di interventi su larga scala da parte dei membri. Vi sono stati interventi "intramarginali" ancora più ampi volti, in parte, a impedire che i cambi dello SME raggiungessero i margini e, in parte, per effettuare riacquisti di valute dei paesi creditori.

53. Nell'evoluzione dello SME tre fatti hanno assunto particolare rilevanza nelle discussioni del Gruppo. In primo luogo, l'attività di intervento dei partecipanti allo SME è stata abbastanza ampia, non solo quella operata nelle valute dei paesi membri, ma soprattutto in dollari, di cui una quota importante è stata effettuata per fini interni allo SME. Secondo, gli interventi hanno contribuito al mantenimento di parità fisse per periodi prolungati, ma non hanno impedito aggiustamenti di parità; questo, in ogni caso, non rientra nelle finalità del Sistema. Terzo, il Sistema ha impedito sia la variabilità di breve periodo sia ampie oscillazioni dei cambi dei partecipanti. Sebbene ciò abbia richiesto ampi interventi e modifiche del tasso d'interesse, la crescita degli aggregati monetari è rimasta sotto controllo.

#### *c) Interventi volti ad altri obiettivi*

54. Un certo numero di obiettivi degli interventi è stato perseguito in risposta a specifiche situazioni dei singoli paesi. Gli interventi sono stati usati dalle autorità italiane per compensare movimenti stagionali nelle transazioni correnti con l'estero. Le autorità di diversi paesi hanno occasionalmente effettuato importanti transazioni fuori mercato al fine di evitare l'impatto sul cambio di massicci acquisti o vendite delle proprie valute. In tutti questi casi le autorità direttamente in-

teressate hanno riconosciuto l'efficacia degli interventi nell'impedire variazioni del cambio.

55. In molte circostanze, alla fine di un periodo di prolungati interventi per contrastare il deprezzamento, le autorità hanno cercato di ricostituire le riserve valutarie o di ripianare obbligazioni in valuta estera mediante interventi in acquisto. L'obiettivo era quello di effettuare gli acquisti senza innescare nuove pressioni al ribasso; tutte le autorità hanno confermato di aver conseguito l'obiettivo prefissato. Generalmente, gli acquisti sono stati effettuati con una delle seguenti modalità o con entrambe: prima, direttamente sul mercato nel modo più riservato possibile; seconda, attraverso transazioni fuori mercato specialmente in collaborazione con altre autorità monetarie.

#### *d) Metodi e strategie degli interventi*

56. I metodi e le strategie degli interventi sono state strettamente legate ai diversi obiettivi di cui si è trattato nella sezione II. Tuttavia, il dibattito che si è svolto all'interno del Gruppo di lavoro su questo argomento ha anche mostrato che le diversità dei metodi e delle strategie di intervento possono aver rappresentato un fattore importante nel determinare l'efficacia degli interventi stessi.

57. Il Gruppo ha notato che, con la parziale eccezione degli interventi condotti nell'ambito dello SME, gli interventi da parte dei paesi del Vertice sono stati compiuti nella stragrande maggioranza dei casi in dollari. (Gli interventi da parte delle autorità americane sono state soprattutto in marchi). Ciò riflette principalmente l'importanza del dollaro come unità di conto, come valuta normalmente impiegata nelle transazioni commerciali e finanziarie internazionali e come attività di riserva.

58. Tutti i paesi hanno fatto ricorso in tempi diversi a una strategia di intervento volta a contrastare movimenti del cambio giornalieri o da un giorno all'altro. In alcuni paesi questa strategia è stata seguita abbastanza sistematicamente e con continuità, mentre in altri paesi ciò è avvenuto principalmente in periodi di prolungata tensione sul cambio. Per esempio, nel giugno del 1981, quando la sterlina risentiva di periodiche e massicce ondate di vendita, le autorità britanniche sono intervenute per impedire movimenti ingiusti-

ficati del cambio da un giorno all'altro. Queste operazioni, volte a rassicurare il mercato sull'interesse delle autorità al mantenimento di condizioni di mercato ordinate senza, peraltro, interferire con le tendenze di fondo del cambio, nel complesso sono state considerate positive. Durante quel periodo il mercato si mantenne calmo e le transazioni si svolsero in maniera ordinata nonostante la forte svalutazione della sterlina. L'Italia, sulla base dell'esperienza fatta nell'ultima parte del 1975, ha ritenuto che gli interventi sono stati particolarmente efficaci nel contenere oscillazioni giornaliere della domanda di valuta, nonostante il progressivo deteriorarsi delle sottostanti condizioni economiche e finanziarie. Il Giappone ha osservato che, in alcune occasioni tra la fine del 1977 e la fine del 1978 quando lo yen si era fortemente apprezzato, gli interventi avevano impedito il formarsi di tendenze incontrollate (*bandwagon*), contribuendo pertanto a ridurre la volatilità del cambio nel breve periodo. Gli Stati Uniti hanno affermato che non era evidente che gli interventi avessero avuto un chiaro effetto di lungo periodo sulla dimensione dei movimenti cumulati del dollaro, ma che in numerose occasioni gli interventi sembravano aver ridotto la volatilità giornaliera. Ciò era avvenuto, per esempio, alla fine di ottobre del 1978 quando gli interventi erano stati intensificati e nel periodo che va dall'ottobre del 1980 al febbraio del 1981 quando, nel confronto con i successivi sei mesi durante i quali gli Stati Uniti si erano virtualmente astenuti dall'intervenire, il tasso di cambio giornaliero dollaro/marco aveva mostrato una più ridotta variabilità. La convinzione che gli interventi possano dar luogo a una maggiore stabilità del cambio nel breve periodo è stata inoltre confermata dall'esperienza del Canada con interventi sul mercato che avvengono quasi ogni giorno. Nel complesso, quasi tutti i paesi hanno ritenuto che la strategia di contrastare movimenti del cambio nell'arco della giornata o da un giorno all'altro aveva contribuito a ridurre la variabilità. Alcuni membri del Gruppo, tuttavia, hanno osservato che questa strategia potrebbe aver avuto implicazioni avverse nel caso in cui avesse ritardato i necessari aggiustamenti del cambio o contribuito ad alimentare movimenti unidirezionali del cambio per lunghi periodi capaci di aver provocato "scommesse a senso unico". Numerosi casi di questo genere sono stati discussi dal Gruppo, compresi alcuni degli

esempi sopracitati. Inoltre, è difficile per ciascun episodio fare un resoconto sintetico di tutti gli altri sviluppi economici avvenuti contemporaneamente.

59. Strategie di intervento volte a contenere la variabilità del cambio di più lungo periodo — ossia a impedire il divergere del cambio rispetto a un insieme di fattori di fondo (*overshooting*) — hanno normalmente preso la forma del cosiddetto *leaning against the wind*, ciò che ha comportato, in alcuni casi, un intensificarsi degli interventi all'accrescersi dei movimenti del cambio. La Germania federale ha ritenuto che taluni tentativi di contenere oscillazioni eccessive del cambio nei confronti del dollaro, talvolta, hanno avuto successo. Infatti, mentre si è convinti che, nel 1974, le oscillazioni sarebbero state probabilmente maggiori in assenza di interventi, nel periodo 1980-81 queste operazioni si sono rivelate utili solo in alcune occasioni, quando avvennero importanti svolte del cambio. Per esempio, nell'agosto del 1981 massicce vendite di dollari da parte della Deutsche Bundesbank sono state giudicate essenziali nel provocare l'inversione di tendenza del marco nei confronti del dollaro. L'Italia ha osservato che, specie in situazioni di forte movimento stagionale delle transazioni correnti con l'estero, una politica volta a contrastare le tendenze in atto aveva contribuito a ridurre l'instabilità, guidando il cambio ordinatamente attraverso i cicli stagionali. Le autorità giapponesi hanno ritenuto che, dalla fine del 1977 all'ottobre del 1978, quasi ininterrottamente, le loro operazioni di intervento avevano avuto un effetto misurabile nel frenare tendenze di mercato eccessive e che quando lo yen si era indebolito — tra il 1979 e l'inizio del 1980 e dopo il gennaio del 1981 — gli interventi ne avevano contenuto l'ulteriore deprezzamento. Il Canada ha ritenuto che gli interventi, insieme con altre misure, abbiano notevolmente rallentato il declino del dollaro canadese nel luglio e all'inizio dell'agosto del 1981 e ne abbiano moderato la successiva ripresa. Tuttavia, in generale tutti questi interventi sono stati accompagnati da misure complementari, specialmente di politica monetaria, pertanto appare difficile isolare l'impatto delle sole operazioni di intervento. Inoltre, diversi membri hanno notato che quanto più a lungo vengono effettuate queste operazioni di contenimento delle variazioni del cambio, tanto più esse tendono ad avere rendimenti decrescenti.

60. Un aspetto particolare della strategia d'intervento discussa in questo contesto è stato quello degli interventi congiunti da parte di due o più paesi. Il Gruppo ha constatato che, se le autorità hanno opinioni incompatibili sul cambio e se questa incompatibilità è percepita dal mercato, l'instabilità del cambio può risultarne accresciuta. Il Gruppo è pervenuto alla conclusione che le operazioni strettamente coordinate sono state, in alcune occasioni, più efficaci di interventi posti in atto da una sola banca centrale, perché ciò dava al mercato il segnale che le autorità stavano perseguendo lo stesso obiettivo; da parte di alcuni membri si ritiene che il coordinamento possa aver anche avuto un effetto moltiplicativo. Per esempio, il Giappone ha constatato che — particolarmente in due occasioni (nel novembre 1978 e nel marzo 1980), quando le autorità americane, con pubblici annunci e con interventi decisi, hanno manifestato che le loro opinioni sul cambio erano coerenti con quelle del Giappone — l'efficacia degli interventi è stata grandemente rafforzata a causa del forte favorevole influsso che gli interventi congiunti hanno avuto sulla psicologia degli operatori. La Germania federale ha avuto un'esperienza simile nel marzo 1978, quando la dichiarazione da parte degli Stati Uniti di usare le proprie riserve monetarie in difesa del dollaro aveva determinato un punto di svolta temporaneo per il cambio marco/dollaro. Inoltre, le autorità tedesche ritennero che i loro interventi sul mercato del dollaro fossero stati negativamente influenzati dal ritiro delle autorità americane dal mercato dei cambi a partire dalla primavera del 1981. La Francia ha osservato che, durante il periodo che va dall'ottobre 1980 al febbraio 1981, all'epoca in cui il franco si era rafforzato nei confronti del marco, si è dimostrata l'importanza della cooperazione tra autorità monetarie nell'ambito dello SME quale fattore di successo delle operazioni di intervento. Gli Stati Uniti alla fine di gennaio del 1975 erano dell'opinione che interventi coordinati e più incisivi da parte delle banche centrali sarebbero stati desiderabili per evitare conflitti negli obiettivi di cambio e nelle politiche di intervento. In seguito alle operazioni di intervento concertate, condotte all'inizio di febbraio di quell'anno, il dollaro si era immediatamente rafforzato e si era arrestato quel fenomeno di continue cadute giornaliere. Sebbene il dollaro avesse successivamente mostrato nuovi segni di

debolezza, gli interventi coordinati furono ritenuti utili nel favorire una più ordinata evoluzione della tendenza al ribasso. Similmente, nell'agosto del 1978, le continue operazioni di intervento avevano manifestamente contribuito a mantenere ordinata la discesa del dollaro, nel senso che era rimasto relativamente normale il divario tra i prezzi domandati e offerti e che non erano frequentemente avvenute ampie e repentine divergenze nei cambi. Tuttavia, mentre gli sforzi delle autorità americane per sostenere il dollaro con interventi più incisivi ed efficaci avevano avuto successo in un certo numero di occasioni, le autorità americane hanno notato che l'impatto positivo di breve periodo si era rapidamente attenuato al tardare di misure coerenti ed efficaci volte a risolvere le cause sottostanti i movimenti del dollaro. Il Gruppo, pur condividendo l'opinione, sulla base dell'esperienza, che gli interventi coordinati possano aver avuto un impatto significativo sulla psicologia di coloro che operano nel mercato, ha anche sottolineato, tuttavia, che gli interventi — coordinati e non — non possono considerarsi sostitutivi delle necessarie modifiche delle politiche economiche.

#### B. Efficienza del mercato dei cambi

61. La validità degli interventi nello stabilizzare i cambi dipende in modo cruciale dall'operare del mercato dei cambi e dal ruolo di quest'ultimo nel processo di determinazione delle quotazioni. Per questa ragione il Gruppo ha esaminato in dettaglio la questione se i mercati "siano efficienti" e cioè se essi tengano conto di tutte le informazioni che sono rilevanti per la determinazione dei tassi di cambio. Se i mercati recepissero rapidamente e pienamente queste informazioni e le trasformassero adeguatamente nella determinazione dei livelli di cambio a pronti e a termine, vi sarebbe una ragione di meno per l'intervento diretto delle autorità monetarie sui mercati. Mercati efficienti non consentirebbero lo svilupparsi, per esempio, di comportamenti ripetuti del tipo *bandwagon*.

62. Le verifiche empiriche dell'efficienza del mercato dei cambi sono basate sulle seguenti condizioni: a) i costi di transazione sono minimi; b) tutta l'informazione rilevante è utilizzata da coloro che operano nel mercato; c) le attività denominate in diverse valute sono perfettamente sosti-



tuibili nei portafogli privati. Se tutte e tre queste condizioni fossero soddisfatte, allora il tasso di cambio a termine rappresenterebbe il migliore previsore del tasso a pronti futuro. Sulla base di queste considerazioni, l'uso di ogni altra variabile, quali il differenziale d'inflazione o quello dei tassi d'interesse, non dovrebbe consentire previsioni migliori di quelle rappresentate dal tasso di cambio a termine, né l'uso coerente di semplici regole da applicare alle transazioni valutarie basate su queste variabili dovrebbe dare rendimenti positivi. Entrambe queste ipotesi sono state sottoposte a verifiche empiriche (3).

63. Le verifiche hanno fornito prove chiare che l'uso di informazioni prontamente accessibili concernenti i differenziali d'inflazione e dei tassi di interesse ha consentito migliori previsioni del tasso a pronti futuro di quelle implicite nel tasso a termine. Inoltre la ripetuta applicazione di alcune regole di transazione in cambi ha indicato un'elevata probabilità di realizzare qualche profitto. Tuttavia, alcuni membri ritengono che i risultati ottenuti per qualche valuta possano essere stati influenzati dall'esistenza di controlli dei movimenti di capitale, nonostante che i risultati fossero simili per i sei tassi di cambio bilaterale con il dollaro sottoposti a verifica. Altri studi compiuti dal Gruppo col metodo delle serie temporali hanno confermato l'esistenza di previsori del tasso a pronti futuro migliori del tasso a termine.

64. Questa evidenza empirica può avere tre diverse spiegazioni non necessariamente incompatibili tra di loro. Dato che i costi di transazione normalmente non sono ampi né particolarmente variabili, si ritiene in generale che essi non siano la causa dei risultati ottenuti. Perciò la verifica suggerisce che i mercati sono inefficienti e/o che gli investitori richiedono premi di rischio variabili nel tempo a causa del fatto che le attività denominate nelle diverse valute non sono perfettamente sostituibili l'una con l'altra. All'interno del Gruppo vi sono state opinioni diverse sulla interpretazione di questo risultato. I membri, che erano disposti ad attribuire l'esistenza di errori di previsione sistematici e sfruttabili principalmente all'esistenza di premi di rischio variabili, consideravano decisamente non plausibile che gli operatori di mercato ignorassero sistematicamente le informazioni a basso costo che hanno rilevanza per la determinazione del tasso di cambio. Altri mem-

bri tendevano a interpretare il risultato delle verifiche empiriche come prova dell'inefficienza del mercato dei cambi. Questa opinione era basata sulla generale incapacità degli studi empirici fino ad ora compiuti di fornire risultati conclusivi che spiegassero i premi di rischio potenziale interamente in funzione delle determinanti teoriche. Inoltre, informazioni rilevanti potrebbero essere ignorate dagli operatori del mercato a causa dell'alto costo al quale si andrebbe incontro per elaborare correttamente i dati. Pertanto le aspettative potrebbero risultare razionali nel senso corrente della parola, ma non conformi al concetto tecnico di efficienza.

65. Dubbi sull'efficienza dei mercati dei cambi sono stati sollevati anche in molti degli studi specifici condotti sulle vicende dei cambi — almeno nella misura in cui gli effetti *bandwagon* possono essere considerati come un segno dell'inefficienza del mercato. Tutti i paesi hanno individuato tendenze del tipo *bandwagon* in particolari momenti e alcuni paesi sono intervenuti per prevenire il manifestarsi di tali tendenze. Per esempio, il Canada nel luglio e nell'agosto 1981 intuì il rischio che il declino del dollaro canadese potesse autoalimentarsi; le autorità britanniche si preoccuparono nel periodo giugno-ottobre 1981 di impedire che ogni caduta della sterlina potesse autosostentarsi. Il Giappone ha affermato di aver individuato numerosi periodi in cui effetti *bandwagon* avevano assunto particolare evidenza. Segnatamente, tra il gennaio e l'ottobre 1978 lo yen salì continuamente in numerose occasioni senza che nessuna nuova rilevante informazione fosse stata fornita dal mercato, e in modo tale che il movimento ascendente del cambio di un giorno sembrava essere la causa determinante dell'apprezzamento dello yen nel giorno successivo. L'Italia ha interpretato i movimenti erratici del cambio che si registrarono alla fine del febbraio 1976 tali da destare il sospetto della presenza di effetti *bandwagon*.

66. Il Gruppo ha notato che i risultati delle verifiche empiriche indicano che gli interventi possono aver avuto un impatto significativo sui cambi — indipendentemente dal fatto che i mer-

(3) Le verifiche hanno utilizzato dati mensili di tasso di cambio a pronti e tassi a termine da uno a dodici mesi.

cati siano inefficienti o che esistano premi di rischio variabili. Se i mercati sono inefficienti nel senso che non riescono ad attribuire adeguato peso alle informazioni sulle variabili macroeconomiche rilevanti ai fini della determinazione del cambio, le attività rivolte a influenzare il cambio, interventi compresi, potrebbero essere una efficace componente delle politiche macroeconomiche. In tal caso, gli interventi avrebbero un impatto — per esempio a causa dei loro effetti di dimostrazione — attraverso l'azione esercitata sulle aspettative riguardanti le condizioni economiche o le politiche future. Viceversa, se i mercati dei cambi sono efficienti e se l'esistenza di profitti non sfruttati è indicativa di premi di rischio variabili nel tempo, gli interventi potrebbero ancora essere un efficace strumento di politica. Ciò perché le operazioni ufficiali sul mercato dei cambi, variando la composizione per valute dei portafogli privati, modificherebbero il rischio connesso con la detenzione delle diverse valute e avrebbero, così, un effetto duraturo sui cambi.

### C. Movimenti dei cambi in relazione ai fattori economici fondamentali

67. Le autorità di tutti i paesi del Vertice sono intervenute in certe occasioni in risposta a situazioni in cui i tassi di cambio erano ritenuti significativamente divergenti dal livello che sarebbe stato giustificato dall'andamento dei fattori economici fondamentali. Questa divergenza ingiustificata viene genericamente designata con il termine *overshooting* (4).

68. Valutazioni sui fattori fondamentali sono state basate su un certo numero di elementi connessi con la bilancia dei pagamenti e con le sue sottostanti determinanti economiche, comprese le aspettative sugli sviluppi futuri di queste ultime (5). Queste valutazioni hanno differito nel tempo e da paese a paese. Tuttavia il lavoro del Gruppo mostra che, in pratica, l'attenzione si è concentrata quasi sempre su due fattori: i differenziali di inflazione e le bilance di parte corrente.

69. Si ritiene generalmente che i movimenti del cambio abbiano la tendenza a riflettere nel lungo periodo il tasso di inflazione relativa, sebbene quest'ultimo non si sia dimostrato, nel breve periodo, indicatore soddisfacente dei movimenti di cambio. Ciò potrebbe avere molteplici spiegazioni, comprese le aspettative sulla futura infla-

zione relativa. Sebbene il confronto dei tassi d'inflazione — anche nel lungo periodo — richieda notevole cautela per quanto riguarda la scelta appropriata degli indici di prezzo e dei periodi base, i membri del Gruppo hanno convenuto che tale raffronto abbia fornito un utile elemento per valutare l'andamento del cambio.

70. Variazioni della bilancia dei pagamenti, specialmente di quella di parte corrente, possono influenzare il cambio attraverso svariati canali. Tuttavia, a sua volta, la bilancia dei pagamenti è influenzata dal livello del cambio e i tentativi per specificare e identificare empiricamente questa relazione bidirezionale hanno incontrato molte difficoltà, particolarmente se si vogliono distinguere i fattori ciclici da quelli di natura permanente. Ciononostante, il Gruppo ha concluso che l'evoluzione delle partite correnti, insieme con altre variabili, fornisce qualche indicazione sulla necessità di aggiustamento del cambio nel medio periodo.

71. La valutazione se il tasso di cambio sia a un livello appropriato deve dunque basarsi essenzialmente su giudizi eclettici e qualitativi. Una simile impostazione è stata scelta dalle autorità di tutti i paesi del Vertice per identificare i periodi in cui esse ritenevano che il cambio fosse divergente rispetto ai livelli giustificati dai fattori fondamentali, specialmente quando molti di tali fattori indicavano la stessa direzione. Questo è stato il caso, per esempio, del primo trimestre del 1980 e del periodo che va dall'ottobre del 1977 all'ottobre del 1978 quando le autorità giapponesi ritennero che lo yen fosse chiaramente in fase di *overshooting*. Similmente le autorità tedesche pensarono che la pressione al rialzo sul marco tra il 1976 e il 1979 e la pressione al ribasso nel periodo 1980-81 fossero esagerate rispetto all'andamento dei fattori fondamentali; le autorità britanniche, infine, valutarono eccessivo il forte deprezzamento della sterlina nella primavera del 1976.

(4) Nella letteratura tecnica, l'*overshooting* viene frequentemente spiegato dal fatto che, nel mercato dei beni e servizi, gli aggiustamenti che sono necessari per mantenere il tasso di cambio in linea con i fattori fondamentali richiedono molto più tempo per manifestarsi dell'iniziale aggiustamento che avviene sui mercati finanziari.

(5) Rassegne della letteratura esistente sul comportamento dei tassi di cambio e gli studi condotti nell'ambito del Gruppo indicano che i modelli empirici non forniscono spiegazioni pienamente soddisfacenti degli effettivi movimenti del cambio.

#### D. Redditività degli interventi

72. Il Gruppo di lavoro si è chiesto se la capacità degli interventi di dare un profitto potesse rappresentare un criterio operativo utile per determinare l'efficacia degli interventi nello stabilizzare i cambi. Gli interventi danno luogo a profitti quando implicano acquisti a basso prezzo e vendite a prezzi più elevati. La proposizione che tali interventi contribuiscano a stabilizzare i cambi nel tempo esercita una certa attrattiva, ma il Gruppo ritiene che l'applicazione del criterio della redditività abbia dato luogo a un certo numero di problemi molto difficili da risolvere. Queste difficoltà emergono con riferimento al concetto di stabilità del cambio, alla relazione tra stabilità del cambio e redditività e alla misura di quest'ultima.

73. L'instabilità dei cambi è normalmente misurata dalla varianza dei movimenti del cambio. Tuttavia, anche se questa misura statistica è utile per confrontare gradi di fluttuazione del cambio in differenti circostanze, essa è di scarsa rilevanza nel determinare quale dei possibili sentieri di evoluzione del cambio conduca al perseguimento degli obiettivi macroeconomici finali.

74. Ma anche se gli interventi sono effettuati esclusivamente al fine di ridurre la varianza dei movimenti del cambio, la maggiore stabilità e la capacità degli interventi di dare un profitto non sono necessariamente fra loro connesse. Ogni relazione tra stabilità e redditività dipenderà da come operano i mercati dei cambi, da cosa genera l'instabilità e da come gli interventi influenzano i cambi. Il Gruppo ha notato che vi potrebbero essere casi in cui non vi è alcuna connessione tra redditività e stabilità.

75. Il Gruppo è stato concorde nel riconoscere che la possibilità di ricavare profitti dagli interventi non è generalmente una misura adeguata del successo degli interventi. Di regola, la redditività ha modeste connessioni con gli obiettivi degli

interventi e i seri ostacoli incontrati nel definire la stabilità del cambio e la redditività hanno grandemente limitato il contenuto informativo dei calcoli sui profitti degli interventi. In effetti è stato sottolineato come frequentemente si siano raggiunti gli obiettivi previsti per l'intervento senza che si realizzasse un profitto. In questo senso i calcoli di redditività non sono di per sé una misura appropriata per dare conto alla pubblica opinione circa l'uso che si è fatto delle riserve destinate agli interventi. Inoltre, anche se fosse possibile misurare correttamente i profitti *ex-post*, il criterio della capacità di reddito non sarebbe in ogni caso in grado di fornire una guida *ex-ante* all'attività di intervento.

76. Il Gruppo ha tuttavia considerato utile esaminare l'ordine di grandezza dei profitti conseguiti e delle perdite subite a seguito degli interventi. La misurazione della redditività degli interventi deve cominciare con la scelta del periodo o dei periodi di riferimento per il calcolo dei profitti. Per la maggior parte dei periodi gli interventi cumulati netti sono diversi da zero e pertanto è necessario fare delle ipotesi su come valutare lo *stock* di valuta a fine periodo. I calcoli esaminati dal Gruppo hanno rilevato che le perdite su interventi accertate in alcuni studi accademici sono essenzialmente la conseguenza dell'aver valutato *stocks* cumulati di attività nette in dollari acquistati attraverso interventi in un periodo in cui il dollaro era ancora molto debole. Sulla base della stessa formula, perdite di intervento diventano profitti se i calcoli vengono estesi fino alla fine del 1981, quando il dollaro era molto più forte. Alcuni calcoli aggiuntivi sono stati effettuati per sottoperiodi in cui gli interventi netti cumulati erano nulli, cosicché il problema della valutazione delle attività o passività nette acquisite durante il periodo non si poneva. Questi calcoli mostrano un conseguimento di profitti nella maggioranza dei casi.

## APPENDICE

## Membri del Gruppo di lavoro

## CANADA

JACQUES BUSSIÈRES, *Consigliere*, Banca del Canada

MICHAEL G. KELLY, *Direttore*, Divisione Finanza Internazionale, Ministero delle Finanze

## FRANCIA

PHILIPPE JURGENSEN (Presidente del Gruppo di lavoro), *Vice Direttore del Tesoro per gli Affari Internazionali*, Ministero dell'Economia e della Finanza

RENÉ-PAUL RIGAUD, *Condirettore del Tesoro per gli Affari Multilaterali*, Ministero dell'Economia e della Finanza

JACQUES WAITZENEGGER, *Direttore Generale*, Servizio Internazionale, Banca di Francia

## GERMANIA FEDERALE

ECKARD PIESKE, *Vice Direttore per gli Affari Monetari*, Ministero delle Finanze

WOLFGANG RIEKE, *Capo Servizio*, Servizio Internazionale, Deutsche Bundesbank

## ITALIA

FABRIZIO SACCOMANNI, *Direttore*, Servizio Studi, Banca d'Italia

AUGUSTO ZODDA, *Capo Divisione*, Ministero del Tesoro

## GIAPPONE

TOYOO GYOHTEN, *Vice Direttore Generale*, Direzione Finanza Internazionale, Ministero delle Finanze

AKIRA NAGASHIMA, *Capo Servizio*, Divisione per il Coordinamento del Servizio Estero, Banca del Giappone

## REGNO UNITO

DAVID HOLLAND, *Consigliere Capo*, Banca d'Inghilterra

ROGER LAVELLE *Capo del Gruppo Finanza Estera*, Direzione Finanza Estera, Ministero del Tesoro

## STATI UNITI

SCOTT BROWN, *Economista*, Ufficio per gli Affari Monetari Internazionali, Ministero del Tesoro

RICHARD ERB, *Direttore Esecutivo in rappresentanza degli Stati Uniti presso il Fondo Monetario Internazionale*

EDWIN TRUMAN, *Direttore*, Direzione Finanza Internazionale, Comitato dei Governatori della Riserva Federale

## CEE

JEAN-PAUL MINGASSON, *Direttore per gli Affari Monetari*, Commissione della CEE

JENS THOMSEN, *Condirettore*, Ministero per gli Affari Economici, Danimarca (Presidenza della CEE)

## SEGRETERIA

GUNTER D. BAER, *Capo Sezione*, Banca dei Regolamenti Internazionali

RICHARD ERB

RENÉ-PAUL RIGAUD

Hanno inoltre partecipato a una o più riunioni:

RENATO FILOSA, *Condirettore*, Servizio Studi, Banca d'Italia

DALE HENDERSON, *Vice Direttore*, Direzione Finanza Internazionale, Comitato dei Governatori della Riserva Federale

RAINER S. MASERA, *Capo del Servizio Studi*, Banca d'Italia

JAN MICHIELSEN, *Consigliere*, Banca Nazionale del Belgio (Presidenza della CEE)

## COMITATO PER LE REGOLAMENTAZIONI BANCARIE E LE PRATICHE DI VIGILANZA

**Principi per la vigilanza sugli stabilimenti esteri delle banche**

*Il documento in esame, redatto dal Comitato dei rappresentanti delle autorità di vigilanza di Basilea (\*) e approvato dai Governatori delle banche centrali del Gruppo dei Dieci, della Svizzera e del Lussemburgo, costituisce una revisione del documento del 1975 noto come il "concordato". Esso stabilisce alcune intese e principi che il Comitato di Basilea ritiene dovrebbero ispirare l'azione di vigilanza sugli stabilimenti esteri delle banche da parte delle autorità del paese della casa madre e di quelle del paese ospitante. Il documento originario del 1975 si è dimostrato utile, e i suoi capisaldi non sono in alcun modo compromessi dalla revisione.*

*La revisione del documento del 1975 si è resa necessaria alla luce degli sviluppi nelle tecniche e nelle pratiche di vigilanza e dei mutamenti nei mercati. La principale motivazione della revisione è stata la necessità di includere successive intese sull'applicazione del principio della vigilanza su base consolidata all'attività internazionale delle banche. Il principio secondo il quale la vigilanza sull'adeguatezza patrimoniale e l'esposizione al rischio delle banche internazionali dovrebbe essere condotta su base consolidata fu stabilito dai Governatori nel 1978. Da allora, sono stati conseguiti notevoli progressi nell'applicazione di questo principio nella maggior parte dei paesi con una rilevante attività bancaria internazionale. Inoltre, il Comitato ha regolarmente riconsiderato i principi del "concordato" del 1975 sin dalla loro adozione e da allora sono sorte numerose questioni non esplicitamente affrontate nel documento originario.*

*Il documento contiene linee di indirizzo per la distribuzione delle competenze fra le autorità di vigilanza della casa madre e quelle del paese ospitante nella vigilanza sugli stabilimenti esteri delle banche. Molte di queste raccomandazioni vengono già seguite in un gran numero di paesi, sia del Gruppo dei Dieci sia non facenti parte di esso, e tutti i paesi membri si sono impegnati ad attuarle in relazione alla loro particolare situazione. Il documento è stato concordato dalle autorità dei paesi rappresentati nel Comitato di Basilea, il quale auspica che altre autorità di vigilanza nel mondo — alle quali il documento è stato fatto pervenire — possano approvarlo, come avvenne per il "concordato" originario. In effetti, i membri del Gruppo delle autorità di vigilanza dei maggiori centri «off-shore» hanno partecipato ai dibattiti che hanno portato alla stesura dell'attuale documento, ed essi lo hanno accolto favorevolmente e ne hanno condiviso il contenuto.*

*Oltre all'accoglimento del principio della vigilanza su base consolidata, vi sono due importanti differenze rispetto al «concordato» del 1975.*

*In primo luogo, nel ribadire l'obiettivo originario che nessun insediamento bancario estero debba sfuggire a un'efficace vigilanza, il documento esamina ulteriori modi per evitare carenze di vigilanza, derivanti in particolare da inadeguatezze nella disciplina di alcuni paesi o dall'esistenza di società finanziarie di partecipazione (holding companies) e di imprese non bancarie in seno ai gruppi bancari. Viene sottolineata l'importanza di una stretta collaborazione tra le autorità di vigilanza della casa madre e quelle del paese ospitante nell'affrontare tutti questi casi.*

*In secondo luogo, in parte come conseguenza dell'accoglimento del principio della vigilanza consolidata, il documento mette in evidenza che, nella vigilanza sulla liquidità degli insediamenti esteri delle banche, vi è un ruolo per entrambe le autorità di vigilanza, sia della casa madre sia del paese ospitante. La vigilanza sulla solvibilità delle filiali è competenza primaria delle autorità della casa madre, mentre per le filiazioni essa è competenza congiunta delle autorità della casa madre e di quelle del paese ospitante.*

*Il nuovo documento rende esplicito ciò che era implicito nel precedente, cioè che esso si riferisce alle competenze di vigilanza e non a quelle di prestatore di ultima istanza. Il Comitato è un Comitato di rappresentanti delle autorità di vigilanza, e in molti paesi questa funzione viene svolta da autorità distinte dalle banche centrali. Il Comitato non è quindi la sede più appropriata per affrontare l'argomento del prestatore di ultima istanza.*

(\*) I paesi rappresentati nel Comitato di Basilea sono: Belgio, Canada, Francia, Germania federale, Italia, Giappone, Lussemburgo, Paesi Bassi, Svezia, Svizzera, Regno Unito e Stati Uniti.

## I. Introduzione

Il presente documento delinea alcuni principi ai quali il Comitato ritiene dovrebbe essere informata la vigilanza sugli stabilimenti esteri delle banche sia da parte delle autorità di vigilanza del paese della casa madre (in seguito, autorità della casa madre) sia da parte di quelle del paese ospitante. Esso sostituisce il "concordato" del 1975 e ne riformula alcune previsioni, in particolare alla luce della successiva accettazione da parte dei Governatori del principio che le autorità di vigilanza bancaria non possono essere pienamente convinte della solidità delle singole banche a meno che esse non possano esaminare l'insieme delle attività di ciascuna banca, su scala mondiale, per mezzo della tecnica del consolidamento.

Il documento tratta esclusivamente della competenza delle autorità di vigilanza bancaria nel controllare la condotta prudenziale e la solidità dell'attività degli stabilimenti esteri delle banche. Esso non si riferisce agli aspetti del ruolo delle banche centrali come prestatrici di ultima istanza.

I principi esposti nel documento non sono necessariamente stabiliti nelle leggi dei paesi rappresentati nel Comitato. Sono piuttosto linee di indirizzo raccomandate per la migliore pratica in questa area, per la cui attuazione tutti i membri si sono impegnati ad agire, compatibilmente con i mezzi a loro disposizione.

Un'adeguata vigilanza sugli stabilimenti esteri delle banche richiede non solo un'appropriata ripartizione di competenze fra le autorità di vigilanza della casa madre e quelle del paese ospitante, ma anche contatti e collaborazione fra le stesse. È stato, e rimane, uno dei principali obiettivi del Comitato promuovere tale collaborazione sia fra i paesi membri sia in un ambito più vasto. Il Comitato è stato incoraggiato dall'approccio simile di altri gruppi di rappresentanti degli organi di vigilanza e auspica di continuare a rafforzare le sue relazioni con questi altri gruppi e di svilupparne di nuove. Esso raccomanda vivamente i principi esposti nel documento considerandoli come aventi validità generale per tutti i responsabili della vigilanza sulle banche che operano a livello internazionale, e auspica che tali principi vengano progressivamente accettati e attuati dalle autorità di vigilanza di tutto il mondo.

Nel caso in cui si presentino situazioni non contemplate dai principi esposti nel presente documento, le autorità della casa madre e quelle del paese ospitante dovrebbero esplorare insieme modi per assicurare che venga effettuata un'adeguata vigilanza sugli stabilimenti esteri delle banche.

## II. Tipologia degli stabilimenti bancari esteri

Le banche attive a livello internazionale possono operare mediante i seguenti tipi di stabilimenti bancari all'estero:

1. *Filiati*: entità operative non aventi uno status legale autonomo, e che perciò sono parte integrante della banca estera;
2. *Filiazioni*: istituzioni giuridicamente indipendenti, possedute interamente o a maggioranza da una banca che ha la sede legale in un paese diverso da quello della filiazione;
3. *Banche consortili (Joint ventures)*: istituzioni giuridicamente indipendenti, costituite nel paese dove conducono le loro principali operazioni e controllate da due o più case madri, la maggior parte delle quali di solito estere, e non tutte necessariamente banche. Mentre dalla composizione dell'azionariato può emergere un controllo effettivo da parte di una sola delle case madri, con le altre in minoranza, le banche consortili sono, più tipicamente, possedute da un insieme di azionisti di minoranza.

Inoltre, la struttura dei gruppi bancari internazionali può avere a capo una società finanziaria di partecipazione *holding company* (nel seguito, società *holding*) che non è una banca. Tale società può essere una società industriale o commerciale, o una società il cui attivo è costituito in prevalenza da partecipazioni bancarie. Questi gruppi possono anche includere, a livello intermedio, società *holding* non bancarie o altre società non bancarie.

Le banche possono anche possedere partecipazioni di minoranza in banche estere o in società estere non bancarie, diverse da quelle nelle banche consortili, che possono essere considerate come parte della loro complessiva attività all'estero. Il presente documento non si occupa dell'appropriato trattamento di vigilanza di que-

ste partecipazioni, ma esse dovrebbero essere prese in considerazione dalle autorità di vigilanza interessate.

### III. Principi generali che regolano la vigilanza sugli stabilimenti bancari esteri

Una collaborazione efficace tra le autorità di vigilanza del paese ospitante e quelle della casa madre è un presupposto essenziale per la vigilanza sulle operazioni internazionali delle banche. In relazione alla vigilanza sugli stabilimenti bancari esteri, esistono due principi di base che sono fondamentali per tale cooperazione e che richiedono consultazioni e contatti fra le autorità del paese ospitante e quelle della casa madre: primo, che nessuno stabilimento bancario estero sfugga alla vigilanza; secondo, che tale vigilanza sia adeguata. Nel dare attuazione a questi principi, le autorità del paese ospitante dovrebbero fare in modo che le autorità della casa madre siano informate immediatamente di qualsiasi serio problema che emerga in uno stabilimento estero di quest'ultima. Analogamente, le autorità della casa madre dovrebbero informare le autorità del paese ospitante nell'ipotesi di problemi della banca madre suscettibili di riflettersi sul suo stabilimento estero.

L'accettazione di tali principi, peraltro, non preclude di per sé che vi siano lacune e inadeguatezze nella vigilanza sugli stabilimenti esteri delle banche; e ciò per varie ragioni. In primo luogo, pur dovendosi presumere che le autorità del paese ospitante siano in una posizione che consenta di adempiere ai loro obblighi di vigilanza su tutti gli stabilimenti bancari esteri operanti sul loro territorio, ciò può essere non sempre vero. Problemi, ad esempio, possono emergere nel caso in cui uno stabilimento estero sia considerato come banca dall'autorità di vigilanza bancaria della casa madre, ma non da quella del paese ospitante. In tal caso, l'autorità di vigilanza della casa madre dovrebbe verificare se l'autorità del paese ospitante è in grado di intraprendere un'adeguata vigilanza, e l'autorità del paese ospitante dovrebbe informare l'autorità della casa madre in caso negativo.

Nei casi in cui la vigilanza dell'autorità del paese ospitante sia inadeguata, l'autorità della casa madre dovrebbe estendere la sua vigilanza

nella misura possibile, oppure essere pronta a dissuadere la casa madre dal continuare a mantenere lo stabilimento in questione.

In secondo luogo, possono sorgere problemi qualora l'autorità del paese ospitante ritenga che la vigilanza esercitata sulla banca madre degli stabilimenti bancari esteri che operano sul suo territorio sia inadeguata o inesistente. In tal caso l'autorità del paese ospitante dovrebbe scoraggiare o, se è nella condizione di farlo, vietare agli stabilimenti esteri in questione di operare sul proprio territorio. Alternativamente, l'autorità del paese ospitante potrebbe imporre specifiche condizioni all'attività di tali stabilimenti.

In terzo luogo, lacune nella vigilanza possono derivare dalle caratteristiche strutturali dei gruppi bancari internazionali.

Ad esempio, l'esistenza di società *holding* a capo, o nel mezzo, di tali gruppi può costituire un impedimento a un'adeguata vigilanza. Inoltre, problemi particolari di vigilanza possono derivare dal fatto che tali società *holding*, pur non essendo banche, abbiano consistenti impegni nei confronti del sistema bancario internazionale. Nel caso in cui le società *holding* siano a capo di gruppi che comprendano banche giuridicamente autonome e operanti in diversi paesi, le autorità competenti per la vigilanza su tali banche dovrebbero tentare di coordinare la loro azione, tenendo conto della struttura complessiva del gruppo in questione. Nel caso in cui una banca sia la casa madre di un gruppo che comprende società *holding* intermedie, l'autorità della casa madre dovrebbe assicurarsi che tali società *holding* e le loro filiazioni siano sottoposte a un'adeguata vigilanza. Alternativamente, l'autorità di vigilanza della casa madre non dovrebbe consentire alla stessa di gestire tali società *holding* intermedie.

Nel caso in cui il gruppo comprenda banche e non banche, dovrebbe esservi, per quanto possibile, un collegamento fra le autorità di vigilanza bancaria e quelle che siano competenti per la vigilanza su tali organismi non bancari, in particolare qualora le attività non bancarie siano di carattere finanziario. Le autorità di vigilanza bancaria, nella loro azione di vigilanza globale sui gruppi bancari, dovrebbero tener conto delle attività non bancarie di tali gruppi; e se queste attività non possono essere sottoposte a un'adeguata vigi-

lanza, le autorità di vigilanza bancaria dovrebbero tendere a minimizzare i rischi per l'attività bancaria derivanti dalle attività non bancarie di questi gruppi.

L'attuazione del secondo principio basilare, cioè che la vigilanza su tutti gli stabilimenti bancari esteri sia adeguata, richiede la partecipazione concreta di entrambe le autorità di vigilanza: della casa madre e del paese ospitante. Le autorità del paese ospitante sono competenti per gli stabilimenti bancari esteri che operano sul loro territorio in quanto singole istituzioni, mentre le autorità di vigilanza della casa madre sono competenti per le stesse istituzioni in quanto parti di più vasti gruppi bancari, per i quali esiste una competenza generale di vigilanza con riguardo alla loro attività consolidata su scala mondiale. Tali competenze, dell'autorità del paese ospitante e di quella della casa madre, al tempo stesso sono complementari e si sovrappongono.

Il principio della vigilanza consolidata prevede che le case madri e le loro autorità di vigilanza seguano l'esposizione al rischio — inclusa una visione d'assieme della concentrazione dei rischi e della qualità degli attivi — delle banche e dei gruppi bancari per i quali esse sono competenti, così come l'adeguatezza del loro capitale, sulla base del complesso delle operazioni ovunque condotte. Questo principio non implica alcuna diminuzione dei compiti delle autorità del paese ospitante nella vigilanza sugli stabilimenti di banche estere operanti sul loro territorio, benché si riconosca che la piena attuazione del principio del consolidamento possa portare a una qualche estensione dei compiti delle autorità della casa madre. Il consolidamento è solo una, sebbene importante, delle tecniche a disposizione delle autorità di vigilanza e non dovrebbe essere applicata in modo da escludere la vigilanza su base non consolidata sui singoli stabilimenti bancari da parte sia delle autorità della casa madre sia di quelle del paese ospitante. Inoltre, l'attuazione del principio della vigilanza consolidata presuppone che le banche madri e le loro autorità abbiano accesso a tutte le informazioni rilevanti sull'attività dei loro stabilimenti esteri, sebbene le discipline relative al segreto bancario in alcuni paesi possano rappresentare un impedimento a una vigilanza consolidata globale.

#### IV. Aspetti della vigilanza sugli stabilimenti bancari esteri

La vigilanza sugli stabilimenti esteri delle banche è considerata, nel presente documento, da tre diversi punti di vista: solvibilità, liquidità, operazioni e posizioni in valuta.

In una certa misura, questi tre aspetti si sovrappongono. Ad esempio, aspetti di liquidità e solvibilità possono sfumare gli uni negli altri; inoltre, dalla vigilanza sulle operazioni e posizioni in valuta delle banche possono emergere considerazioni sia di liquidità sia di solvibilità.

##### 1. Solvibilità

La distribuzione delle competenze per la vigilanza sulla solvibilità degli stabilimenti bancari esteri tra autorità della casa madre e autorità del paese ospitante varia in relazione al tipo di stabilimento.

Per le filiali, la solvibilità è indistinguibile da quella della casa madre nel suo complesso. Cosicché, mentre vi è una competenza generale dell'autorità del paese ospitante a controllare la solidità finanziaria delle filiali estere, la vigilanza sulla solvibilità è principalmente materia dell'autorità di vigilanza della casa madre. I fondi di dotazione, richiesti da alcune autorità del paese ospitante alle filiali estere che operano sul loro territorio, non contraddicono tale principio. Essi sono imposti, innanzitutto, per obbligare le filiali estere che si insediano in quei paesi a fare e a mantenere in essi un minimo di investimenti e, in secondo luogo, per contribuire a rendere omogenee le condizioni concorrenziali fra le filiali estere e le banche nazionali.

Per le filiazioni, la vigilanza sulla solvibilità è una competenza congiunta delle autorità del paese ospitante e di quelle della casa madre. Le autorità del paese ospitante hanno la competenza a vigilare sulla solvibilità di tutte le filiazioni estere che operano sul loro territorio. Il loro approccio al compito di vigilare sulle filiazioni si basa sulla considerazione che tali stabilimenti sono entità separate, giuridicamente costituite nel paese ospitante. Nello stesso tempo le autorità della casa madre, nel contesto della vigilanza consolidata sulla medesima, hanno necessità di valutare se la solvibilità della banca madre venga in-



fluenzata dalle operazioni delle filiazioni estere. La vigilanza su base consolidata delle autorità della casa madre è necessaria per due ragioni: perché la solvibilità della banca madre non può essere adeguatamente valutata senza tener conto del complesso di tutti i suoi stabilimenti esteri; e perché la banca madre non può restare indifferente alla situazione delle sue filiazioni estere.

Per quanto concerne le banche consortili, la vigilanza sulla solvibilità dovrebbe di norma essere — per ragioni pratiche — innanzitutto competenza delle autorità del paese in cui sono costituite. Comunque, le banche partecipanti delle banche consortili non possono rimanere indifferenti alla situazione delle stesse e possono avere impegni nei confronti di questi stabilimenti al di là di quelli che giuridicamente derivano dalla loro partecipazione, ad esempio per effetto di lettere di *patronage*. Le autorità di vigilanza delle banche partecipanti devono tener conto di tutti questi impegni nell'esercizio della vigilanza sulla solvibilità delle stesse. In relazione alla distribuzione delle quote di partecipazione nelle banche consortili e, in particolare nel caso che una sola banca sia azionista dominante, possono anche verificarsi circostanze in cui la vigilanza sulla loro solvibilità dovrebbe essere competenza congiunta delle autorità del paese in cui la banca consortile è costituita e delle autorità di vigilanza delle banche partecipanti.

## 2. Liquidità

I riferimenti alla vigilanza sulla liquidità in questa sezione non attongono alle funzioni di prestatore di ultima istanza delle banche centrali, ma alla competenza delle autorità di vigilanza nel seguire i sistemi di controllo interni e le procedure che pongono le banche in grado di adempiere alle proprie obbligazioni alla scadenza, comprese — se necessario — quelle dei loro stabilimenti esteri.

La distribuzione delle competenze per la vigilanza sulla liquidità degli stabilimenti esteri delle banche tra le autorità della casa madre e quelle del paese ospitante dipenderà, come per la solvibilità, dal tipo di stabilimento. Le autorità del paese ospitante sono competenti per la vigilanza sulla liquidità degli stabilimenti di banche estere nel loro paese; le autorità della casa madre sono competenti per la vigilanza sulla liquidità del gruppo bancario nel suo insieme.

Per le filiali, si dovrebbe partire dalla presunzione che la competenza primaria per la vigilanza sulla liquidità ricada sulle autorità del paese ospitante. Le autorità del paese ospitante saranno spesso meglio attrezzate per la vigilanza sulla liquidità, poiché essa è connessa con le pratiche e regolamentazioni locali e con il funzionamento dei mercati monetari interni. Allo stesso tempo, la liquidità di tutte le filiali estere sarà sempre materia di interesse per le autorità della casa madre, dato che la liquidità delle filiali è frequentemente controllata direttamente dalla casa madre e non può essere vista separatamente da quella complessiva della banca di cui è parte. Le autorità della casa madre hanno bisogno di conoscere i sistemi di controllo di quest'ultima e di tener conto dell'utilizzo delle risorse della casa madre che può essere fatto dalle sue filiali estere. Le autorità di vigilanza del paese ospitante e quelle della casa madre dovrebbero sempre consultarsi se vi sono dubbi in casi particolari circa l'attribuzione delle competenze di vigilanza sulla liquidità delle filiali estere.

Per le filiazioni, la competenza primaria per la vigilanza sulla liquidità dovrebbe essere delle autorità del paese ospitante. Le autorità della casa madre dovrebbero tener conto delle aperture di credito (*stand-by*) e delle altre facilitazioni concesse dalla casa madre, così come di ogni altro impegno (ad esempio, per mezzo di lettere di *patronage*) nei confronti di tali stabilimenti. Le autorità del paese ospitante dovrebbero informare le autorità della casa madre dell'importanza da esse attribuita a tali facilitazioni e impegni, al fine di assicurare che nell'esercizio della vigilanza sulla casa madre si tenga pienamente conto dei medesimi. Nel caso in cui l'autorità del paese ospitante incontri difficoltà nell'esercitare la vigilanza sulla liquidità, specialmente in valuta estera, delle filiazioni di banche estere, si presumerà che essa informi le autorità della casa madre e dovranno essere presi appropriati accordi per assicurare un'adeguata vigilanza.

Per le banche consortili, la competenza primaria per la vigilanza sulla liquidità spetta alle autorità del paese nel quale esse sono costituite. Le autorità di vigilanza delle partecipanti alla banca consortile dovrebbero tener conto delle aperture di credito e delle altre facilitazioni concesse così come di ogni altro impegno, ad esempio per mezzo di lettere di *patronage*, delle stesse banche

partecipanti nei confronti della banca consortile. Le autorità del paese nel quale la banca consortile è costituita dovrebbero informare le autorità delle banche partecipanti dell'importanza che esse attribuiscono a tali facilitazioni e impegni, in modo da assicurare che se ne tenga pienamente conto nella vigilanza sulla banca partecipante.

Nel quadro della vigilanza su base consolidata, le autorità della casa madre hanno una competenza di carattere generale per la supervisione sui sistemi di controllo della liquidità utilizzati dai gruppi bancari sottoposti alla loro vigilanza e per assicurarsi che tali sistemi, e la posizione complessiva di liquidità di tali gruppi, siano adeguati. Si riconosce tuttavia che il consolidamento integrale non è sempre praticabile come tecnica per la vigilanza sulla liquidità a causa delle differenze nelle regolamentazioni locali e nelle situazioni di mercato, e delle complicazioni dovute al fatto che le banche operano in differenti zone orarie e in diverse valute. Le autorità della casa madre dovrebbero consultarsi con le autorità del paese ospitante per assicurarsi che queste ultime siano consapevoli dei sistemi complessivi entro cui operano gli stabilimenti esteri. Le autorità del paese ospi-

tante hanno il compito di assicurare che l'autorità della casa madre sia immediatamente informata di qualsiasi seria inadeguatezza di liquidità in un suo stabilimento estero.

### *3. Operazioni e posizioni in valuta*

Per quanto riguarda la vigilanza sulle operazioni e le posizioni in valuta delle banche, dovrebbe esserci una competenza congiunta delle autorità della casa madre e di quelle del paese ospitante. È particolarmente importante che la banca madre disponga di sistemi di controllo dell'esposizione complessiva in valuta del gruppo e che le sue autorità di vigilanza seguano questi sistemi. Le autorità del paese ospitante dovrebbero essere in grado di seguire l'esposizione in valuta degli stabilimenti esteri operanti sul loro territorio, e dovrebbero acquisire informazioni sulla natura e l'ampiezza della vigilanza che su questi stabilimenti viene effettuata dalle autorità della casa madre.

Basilea, maggio 1983

# Appendice

---

## Serie statistiche

### Congiuntura estera

- Tav. a1 — Prodotto lordo, prezzi impliciti e bilance correnti
- » a2 — Produzione industriale
- » a3 — Prezzi al consumo
- » a4 — Prezzi all'ingrosso
- » a5 — Tassi d'interesse sui mercati monetari
- » a6 — Tassi d'interesse e corsi azionari sui mercati finanziari
- » a7 — Tassi d'interesse e cambi a termine sui mercati internazionali
- » a8 — Quotazioni del dollaro, del DSP, dell'ECU e dell'oro
- » a9 — Tassi di cambio effettivi

### Congiuntura interna

- Tav. a10 — Conto economico delle risorse e degli impieghi
- » a11 — Produzione, fatturato e ordinativi nell'industria
- » a12 — Forze di lavoro, occupazione e utilizzo dei fattori
- » a13 — Produttività e costo del lavoro nell'industria in senso stretto
- » a14 — Costi, profitti e prezzi nell'industria in senso stretto
- » a15 — Prezzi ingrosso e al consumo
- » a16 — Indici di competitività
- » a17 — Bilancia dei pagamenti economica
- » a18 — Riserve ufficiali e posizione sull'estero delle aziende di credito

### Moneta, credito e tassi d'interesse

- Tav. a19 — Formazione del fabbisogno del settore statale
- » a20 — Copertura del fabbisogno del settore statale
- » a21 — Operazioni in titoli di Stato di BI-UIC
- » a22 — Aste dei Buoni ordinari del Tesoro
- » a23 — Operazioni temporanee in titoli da parte della Banca d'Italia
- » a24 — Base monetaria
- » a25 — Tassi d'interesse
- » a26 — Principali voci di situazione delle aziende di credito
- » a27 — Impieghi per rami di attività economica e categorie di imprese
- » a28 — Emissioni nette di valori mobiliari
- » a29 — Principali voci di situazione degli istituti di credito speciale
- » a30 — Aggregati monetari e loro contropartite
- » a31 — Attività liquide del pubblico
- » a32 — Attività finanziarie del pubblico e loro contropartite
- » a33 — Credito totale interno

**Prodotto lordo, prezzi impliciti e bilance correnti**

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania federale	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
<b>Prodotto lordo reale (1)</b> <i>(variazioni percentuali sul periodo precedente)</i>							
1979 .....	2,8	5,2	4,0	3,3	2,3	4,9	3,2
1980 .....	-0,3	4,8	1,8	1,1	-2,5	3,9	1,0
1981 .....	2,6	3,9	-0,2	0,2	-1,7	0,1	3,4
1982 .....	-1,9	2,9	-1,1	2,0	1,9	0,3	-4,4
1982 — I trim. ....	-1,4	0,4	-0,9	0,2	0,1	1,4	-2,2
II » .....	0,2	1,9	—	0,9	0,2	-1,4	-1,4
III » .....	-0,2	0,9	-0,8	-0,6	0,6	-2,2	-0,8
IV » .....	-0,3	0,4	-0,2	0,9	0,7	-0,2	-0,7
1983 — I trim. ....	0,6	0,2	0,5	0,1	1,5	0,4	1,8
II » .....	2,4	0,9	1,1	0,2	-0,5	-1,7	....
<b>Deflatore del prodotto lordo (1)</b> <i>(variazioni percentuali sul periodo precedente)</i>							
1979 .....	8,7	2,6	4,0	10,3	....	15,9	10,3
1980 .....	9,2	2,8	4,5	11,8	19,8	20,6	11,1
1981 .....	9,4	2,7	4,2	11,5	11,6	18,3	10,6
1982 .....	6,0	2,1	4,8	12,3	7,3	17,5	10,1
1982 — I trim. ....	1,1	0,8	1,1	3,1	1,6	4,2	2,5
II » .....	1,4	0,2	1,1	3,1	2,1	4,5	1,9
III » .....	0,9	0,7	1,9	0,9	1,6	3,1	2,4
IV » .....	1,0	-0,6	0,7	1,9	1,0	4,5	1,2
1983 — I trim. ....	1,3	1,1	0,2	2,9	1,1	3,4	1,6
II » .....	0,8	....	—	....	1,1	4,4	....
<b>Saldo delle partite correnti (2)</b> <i>(miliardi di dollari)</i>							
1979 .....	1,4	-8,8	-6,2	1,2	-1,8	5,5	-4,1
1980 .....	1,7	-10,7	-16,5	-4,5	6,8	-9,7	-0,9
1981 .....	5,1	4,8	-7,2	-4,7	12,2	-8,1	-4,8
1982 .....	-11,2	6,9	3,3	-12,0	7,0	-5,5	2,4
1982 — I trim. ....	0,6	-0,9	-0,4	-2,7	1,3	-4,6	-1,0
II » .....	1,4	2,6	0,9	-3,6	1,1	-0,9	0,8
III » .....	-6,6	2,9	-1,9	-3,7	1,5	0,4	1,6
IV » .....	-6,6	2,3	4,6	-2,1	3,0	0,7	1,0
1983 — I trim. ....	-3,6	1,4	1,7	-3,8	0,7	-2,0	-0,6
II » .....	-9,7	6,2	0,8	-1,1	-0,1	....	....

Fonti: Bollettini nazionali, OCSE e FMI.

(1) Stati Uniti, Giappone, Germania federale e Canada: PNL destagionalizzato; Francia: PIL «marchand»; Regno Unito e Italia: PIL destagionalizzato. — (2) Stati Uniti, Regno Unito e Canada: dati destagionalizzati.

## Produzione industriale

*(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)*

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania federale	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
1978 .....	5,8	6,1	1,6	2,1	3,7	1,9	3,7
1979 .....	4,4	7,2	5,4	4,6	3,8	6,7	6,1
1980 .....	-3,6	4,6	0,4	-1,0	-6,5	5,5	-1,7
1981 .....	2,6	1,0	-1,6	-2,8	-4,0	-2,2	1,6
1982 .....	-8,1	0,4	-2,5	-1,5	0,7	-2,7	-10,8
1981 — I trim. ....	2,0	0,6	1,2	-1,4	-0,6	-1,1	0,8
II » .....	0,5	-0,1	-1,2	—	0,5	0,3	3,0
III » .....	0,4	2,2	0,9	0,3	0,1	-0,2	-2,7
IV » .....	-4,4	1,4	-0,9	0,6	1,2	0,9	-4,3
1982 — I trim. ....	-3,1	-0,8	1,2	-1,7	-0,6	-0,4	-2,9
II » .....	-1,7	-1,1	-1,4	0,6	0,4	-1,5	-2,8
III » .....	-0,8	0,4	-3,5	-1,8	—	-2,4	-2,9
IV » .....	-2,1	-1,2	-1,2	0,6	-0,3	-2,1	-4,0
1983 — I trim. ....	2,4	1,0	1,8	0,3	1,1	-1,6	5,8
II » .....	4,2	1,4	1,6	0,4	0,4	-3,1	3,0
1982 — giu. ....	-0,4	1,4	-1,8	—	-1,5	-3,9	-2,5
lug. ....	0,1	-0,6	-2,7	-1,8	0,7	0,2	-3,2
ago. ....	-0,3	0,4	1,8	—	0,1	-0,3	4,4
set. ....	-0,8	0,4	-0,9	—	0,5	-1,0	-3,4
ott. ....	-1,2	-2,7	-0,9	0,9	-0,4	-1,4	-3,1
nov. ....	-0,6	2,3	—	—	-1,5	-0,5	0,7
dic. ....	0,3	-0,9	-0,9	-0,9	2,2	1,1	-1,4
1983 — gen. ....	1,6	0,4	1,9	0,9	-0,7	-0,6	5,4
feb. ....	0,5	-0,5	—	—	1,9	-2,0	2,2
mar. ....	1,4	2,2	1,8	—	-1,2	-0,8	-0,9
apr. ....	1,9	-0,4	-0,9	—	0,9	-5,1	1,7
mag. ....	1,2	0,2	0,9	1,8	0,5	6,2	1,5
giu. ....	1,1	1,0	2,9	-2,3	-1,8	-2,2	0,4
lug. ....	1,8	0,2	-0,9	....	2,1	-0,2	0,4

Fonti: Bollettini nazionali, OCSE.

## Prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania federale	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
1978 .....	7,7	4,2	2,7	9,2	9,0	12,2	8,9
1979 .....	11,3	3,7	4,1	10,7	13,3	14,7	9,1
1980 .....	13,5	7,8	5,5	13,5	18,4	21,2	10,1
1981 .....	10,3	4,9	5,9	13,3	11,9	17,8	12,4
1982 .....	6,1	2,7	5,3	12,0	8,5	16,5	10,8
1981 — I trim. ....	11,2	6,5	5,5	12,6	13,1	20,0	12,2
II » .....	9,8	4,9	5,6	12,8	11,8	20,6	12,6
III » .....	10,8	4,2	6,1	13,6	11,3	19,2	12,7
IV » .....	9,6	4,1	6,5	14,1	11,7	18,3	12,3
1982 — I trim. ....	7,6	3,2	5,8	14,0	10,7	17,0	11,6
II » .....	6,8	2,6	5,4	13,8	8,9	15,5	11,5
III » .....	5,8	2,7	5,2	11,0	8,0	16,7	10,6
IV » .....	4,5	2,4	4,7	9,5	6,5	16,6	9,7
1983 — I trim. ....	3,6	2,1	3,7	9,3	5,5	16,1	7,6
II » .....	3,3	2,2	2,9	9,0	4,4	16,0	5,9
1982 — giu. ....	7,1	2,3	5,9	13,5	9,1	15,2	11,2
lug. ....	6,5	1,9	5,6	11,9	8,6	16,0	10,8
ago. ....	6,0	3,1	5,1	10,9	8,0	17,0	10,6
set. ....	5,0	3,2	4,9	10,1	7,4	17,1	10,4
ott. ....	5,0	3,1	4,9	9,4	7,2	17,1	10,0
nov. ....	4,5	2,3	4,7	9,4	6,6	16,6	9,8
dic. ....	3,8	2,0	4,5	9,6	5,8	16,1	9,3
1983 — gen. ....	3,8	2,0	3,9	9,6	5,5	16,2	8,2
feb. ....	3,5	2,0	3,7	9,3	5,9	16,1	7,4
mar. ....	3,6	2,3	3,6	9,0	5,2	16,1	7,2
apr. ....	4,0	2,0	3,2	9,1	4,6	16,4	6,6
mag. ....	3,5	2,7	3,1	9,0	4,6	16,1	5,4
giu. ....	2,6	2,0	2,4	8,9	4,0	15,5	5,6
lug. ....	2,4	2,2	2,6	9,4	4,5	15,0	5,5

Fonti: Bollettini nazionali, OCSE.

**Prezzi all'ingrosso**  
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania federale	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
1978 .....	7,8	-2,5	1,2	4,3	9,1	8,4	9,4
1979 .....	11,1	7,3	4,8	13,3	12,2	15,4	14,4
1980 .....	13,5	17,7	7,6	8,8	16,3	20,0	13,5
1981 .....	9,2	1,4	7,8	11,0	10,6	16,6	10,2
1982 .....	4,0	1,8	5,9	11,1	8,6	13,9	6,0
1981 — I trim. ....	10,9	4,1	6,9	6,3	10,9	15,3	10,2
II » .....	10,7	0,2	7,0	10,3	10,2	17,0	11,4
III » .....	8,3	1,0	8,7	14,3	10,0	18,5	10,7
IV » .....	7,2	1,5	8,7	12,8	11,2	18,7	8,5
1982 — I trim. ....	5,4	2,5	8,0	14,3	10,3	16,8	7,2
II » .....	3,3	1,7	6,5	12,3	8,5	13,4	6,9
III » .....	3,7	1,4	5,2	9,6	8,0	13,0	5,5
IV » .....	3,7	1,6	4,0	8,5	7,7	12,4	4,5
1983 — I trim. ....	2,1	-0,7	2,0	8,2	7,3	10,6	3,8
II » .....	2,2	-2,0	1,8	9,2	7,2	10,1	3,3
1982 — giu. ....	3,5	1,4	6,3	11,2	8,2	12,3	6,4
lug. ....	3,7	1,4	5,6	10,6	8,5	12,9	5,8
ago. ....	4,0	1,2	5,0	9,6	7,9	13,2	5,1
set. ....	3,5	1,7	4,8	8,8	7,7	13,0	5,6
ott. ....	3,6	2,0	4,3	8,0	7,6	12,8	4,6
nov. ....	3,7	2,0	4,0	9,3	7,5	12,4	4,4
dic. ....	3,7	0,9	3,6	8,3	8,0	11,9	4,3
1983 — gen. ....	2,1	-0,1	2,2	7,6	7,4	11,1	3,9
feb. ....	2,1	-0,7	2,0	8,6	7,2	10,6	3,5
mar. ....	2,2	-1,4	1,7	8,5	7,2	10,2	3,6
apr. ....	2,1	-2,2	1,5	8,4	7,3	10,1	3,2
mag. ....	2,4	-1,9	1,8	9,4	7,3	10,1	3,3
giu. ....	2,1	-2,0	2,1	9,6	7,1	10,3	3,5
lug. ....	1,5	-2,4	-2,0	9,0	5,4	9,4	3,6

Fonti: Bollettini nazionali, OCSE.

## Tassi d'interesse sui mercati monetari

(valori percentuali)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania federale	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
<b>Tasso di sconto</b> (dati di fine periodo)							
1978 — dic. ....	9,5	3,5	3,0	9,5	12,5	10,5	10,7
1979 — dic. ....	12,0	6,2	6,0	9,5	17,0	15,0	14,0
1980 — dic. ....	13,0	7,2	7,5	9,5	14,0	16,5	17,3
1981 — dic. ....	12,0	5,5	7,5	9,5	14,5	19,0	14,7
1982 — lug. ....	11,5	5,5	7,5	9,5	12,0	19,0	15,6
ago. ....	10,0	5,5	7,0	9,5	10,5	18,0	14,3
set. ....	10,0	5,5	7,0	9,5	10,5	18,0	13,2
ott. ....	9,5	5,5	6,0	9,5	9,5	18,0	11,5
nov. ....	9,0	5,5	6,0	9,5	10,1	18,0	10,9
dic. ....	8,5	5,5	5,0	9,5	10,1	18,0	10,3
1983 — gen. ....	8,5	5,5	5,0	9,5	11,0	18,0	9,8
feb. ....	8,5	5,5	5,0	9,5	11,0	18,0	9,4
mar. ....	8,5	5,5	4,0	9,5	10,5	18,0	9,4
apr. ....	8,5	5,5	4,0	9,5	10,0	17,0	9,5
mag. ....	8,5	5,5	4,0	9,5	10,0	17,0	9,4
giu. ....	8,5	5,5	4,0	9,5	9,5	17,0	9,4
lug. ....	8,5	5,5	4,0	9,5	9,5	17,0	9,5
ago. ....	8,5	5,5	4,0	9,5	9,5	17,0	9,6
<b>Tassi di mercato monetario (1)</b> (dati medi mensili)							
1978 — dic. ....	10,0	4,6	4,1	6,5	11,6	11,7	10,5
1979 — dic. ....	13,8	8,0	9,6	12,4	15,9	15,6	13,7
1980 — dic. ....	18,9	9,5	10,2	10,9	13,1	17,0	17,0
1981 — dic. ....	12,4	6,8	10,8	15,5	14,5	21,4	14,4
1982 — lug. ....	12,6	7,2	9,5	15,0	11,6	19,3	15,3
ago. ....	10,1	7,2	9,0	14,6	10,3	19,0	13,7
set. ....	10,3	7,0	8,2	14,1	9,9	17,7	12,7
ott. ....	9,7	6,9	7,6	13,9	9,1	18,0	11,2
nov. ....	9,2	6,7	7,3	13,2	8,9	19,1	10,7
dic. ....	9,0	6,7	6,6	12,9	9,9	19,1	9,8
1983 — gen. ....	8,7	6,7	5,8	12,7	10,6	19,1	9,6
feb. ....	8,5	6,5	5,8	12,8	10,7	19,1	9,2
mar. ....	8,8	6,7	5,5	12,8	10,4	18,9	9,2
apr. ....	8,8	6,3	5,2	12,6	9,7	18,3	9,1
mag. ....	8,6	6,1	5,3	12,5	9,7	17,7	9,3
giu. ....	9,0	6,2	5,6	12,5	9,5	17,4	9,2
lug. ....	9,4	6,4	5,6	12,3	9,4	17,4	9,2
ago. ....	9,5	6,5	5,7	12,5	9,4	17,2	9,2

Fonte: Bollettini nazionali.

(1) USA: tasso sui fondi della riserva federale; Giappone: tasso denaro a vista; Germania: tasso interbancario a 3 mesi; Francia: tasso denaro a vista; Regno Unito: tasso sui buoni del Tesoro a 3 mesi; Italia tasso d'asta sui BOT a 6 mesi; Canada: tasso sui buoni del Tesoro a 3 mesi (fine periodo).



## Tassi d'interesse e corsi azionari sui mercati finanziari

(dati medi mensili)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania federale	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
<b>Tassi delle obbligazioni (1)</b>							
1978 — dic. ....	9,0	6,1	6,3	8,3	13,2	12,9	9,7
1979 — dic. ....	11,8	9,1	7,9	11,5	14,7	13,9	11,3
1980 — dic. ....	12,5	8,8	8,9	13,7	13,7	16,2	12,7
1981 — dic. ....	13,7	8,2	9,5	16,1	15,6	21,3	15,3
1982 — lug. ....	13,8	8,6	9,3	15,7	13,2	20,8	15,6
ago. ....	12,9	8,6	9,0	15,3	12,2	20,1	14,0
set. ....	12,2	8,7	8,7	15,6	11,4	19,1	13,5
ott. ....	11,0	8,8	8,3	15,2	10,5	19,3	12,6
nov. ....	10,6	8,4	8,1	15,1	10,6	19,8	12,2
dic. ....	10,6	7,6	7,9	14,7	11,3	19,6	11,7
1983 — gen. ....	10,8	7,9	7,6	14,2	11,6	19,3	12,3
feb. ....	11,0	7,7	7,6	14,2	11,5	19,1	11,8
mar. ....	10,8	7,8	7,4	13,7	11,0	18,8	11,7
apr. ....	10,6	7,7	7,4	13,7	10,6	18,2	11,2
mag. ....	10,7	8,1	7,6	13,7	10,7	18,3	11,3
giu. ....	11,1	8,0	8,0	13,7	10,4	18,4	11,6
lug. ....	11,6	8,1	8,1	13,3	11,2	18,4	12,0
ago. ....	12,0	8,1	8,4	13,1	11,1	18,1	12,3
<b>Indici azionari (1975 = 100)</b>							
1978 — dic. ....	112,8	143,4	119,4	120,1	168,6	73,7	131,0
1979 — dic. ....	115,5	145,5	106,1	141,4	173,4	79,5	181,3
1980 — dic. ....	157,1	157,0	104,9	154,4	219,9	137,8	226,9
1981 — dic. ....	145,3	181,6	106,5	125,8	232,9	138,9	195,4
1982 — lug. ....	128,4	170,3	104,9	133,9	247,5	112,6	141,2
ago. ....	128,7	168,0	103,7	132,1	252,5	123,6	161,3
set. ....	143,7	170,6	106,7	136,3	268,1	123,2	160,2
ott. ....	155,8	173,7	109,4	136,5	280,3	124,1	177,4
nov. ....	162,1	181,6	109,6	138,3	288,0	127,5	183,8
dic. ....	163,6	187,1	114,3	137,8	265,0	131,0	195,8
1983 — gen. ....	170,4	188,9	115,3	141,0	294,0	137,1	203,2
feb. ....	172,4	188,0	118,9	143,9	304,1	156,7	209,0
mar. ....	178,3	192,9	129,5	152,7	309,9	170,5	215,6
apr. ....	185,2	198,4	139,4	163,0	325,5	166,3	234,1
mag. ....	192,7	203,1	139,8	170,5	320,7	160,3	242,1
giu. ....	195,4	207,0	138,8	169,8	328,1	158,4	244,7
lug. ....	196,0	211,0	142,8	173,0	335,7	162,2	247,8
ago. ....	191,0	215,0	147,0	182,3	343,4	170,9	250,9

Fonte: Bollettini nazionali.

(1) Tassi delle obbligazioni pubbliche. Per la Francia dati di fine periodo.

## Tassi d'interesse e cambi a termine sui mercati internazionali

(dati di fine periodo)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania federate	Regno Unito	Stati Uniti	Giappone	Germania federale	Regno Unito
	<b>Eurotassi a 3 mesi</b>				<b>Eurotassi a 12 mesi</b>			
1978 — dic. ....	11,69	0,62	3,31	12,62	12,00	2,19	3,81	13,00
1979 — dic. ....	14,44	8,31	8,56	16,75	12,87	7,94	8,12	15,25
1980 — dic. ....	17,55	9,25	8,87	14,75	14,87	9,37	8,93	14,00
1981 — dic. ....	13,75	6,12	10,50	15,69	14,75	6,87	10,25	15,37
1982 — lug. ....	13,06	7,12	8,87	11,81	14,06	7,12	9,12	11,94
ago. ....	11,88	7,31	8,19	10,81	12,87	7,44	8,44	10,81
set. ....	11,44	7,25	7,75	10,50	12,19	7,56	7,94	10,50
ott. ....	10,00	6,88	7,00	9,44	10,50	7,00	6,94	9,44
nov. ....	9,88	7,25	7,06	10,44	10,38	7,19	7,00	10,31
dic. ....	9,19	6,75	5,88	10,44	9,63	6,81	6,00	10,31
1983 — gen. ....	9,25	6,56	5,63	11,50	9,75	6,63	5,88	11,25
feb. ....	8,75	6,63	5,25	11,25	9,13	6,56	5,50	10,75
mar. ....	9,63	6,38	4,94	10,69	9,94	6,44	5,38	10,56
apr. ....	8,88	6,19	5,00	10,19	9,25	6,38	5,31	10,00
mag. ....	9,44	6,31	5,06	10,25	9,81	6,38	5,69	10,31
giu. ....	9,69	6,50	5,19	9,63	10,06	6,50	5,94	10,06
lug. ....	10,12	6,60	5,23	9,95	10,63	6,62	6,03	10,53
ago. ....	10,35	6,68	5,75	9,90	10,99	6,70	6,43	10,63
	<b>Cambi a termine a 3 mesi</b>				<b>Cambi a termine a 12 mesi</b>			
	<i>(rispetto al dollaro)</i>				<i>(rispetto al dollaro)</i>			
1978 — dic. ....		11,07	8,38	-0,93		9,81	8,19	-1,00
1979 — dic. ....		6,13	5,88	-2,31		4,93	4,75	-2,38
1980 — dic. ....		8,37	8,75	2,87		5,50	5,94	0,87
1981 — dic. ....		7,63	3,25	-1,94		7,88	4,50	-0,62
1982 — lug. ....		5,94	4,19	1,25		6,94	4,94	2,12
ago. ....		4,57	3,69	1,07		5,43	4,43	2,06
set. ....		4,19	3,70	0,94		4,63	4,25	1,69
ott. ....		3,12	3,00	0,56		3,50	3,56	1,06
nov. ....		2,63	2,82	-0,56		3,19	3,38	0,07
dic. ....		2,44	3,31	-1,25		2,87	4,00	-0,75
1983 — gen. ....		2,69	3,62	-2,25		3,12	3,87	-1,50
feb. ....		2,12	3,50	-2,50		2,57	3,63	-1,62
mar. ....		3,25	4,69	-1,06		3,50	4,56	-0,62
apr. ....		2,69	3,88	-1,31		2,87	3,94	-0,75
mag. ....		3,13	4,38	-0,81		3,43	4,12	-0,50
giu. ....		3,19	4,50	0,06		3,56	4,12	0,00
lug. ....		3,52	4,89	0,17		4,01	4,60	0,10
ago. ....		3,67	4,60	0,45		4,29	4,56	0,36

Fonte: Morgan Guaranty; World Financial Markets.

**Quotazioni del dollaro, del DSP, dell'ECU e dell'oro**  
(media nel periodo)

PERIODO	quotazioni del dollaro USA (valute per un dollaro)						quotazioni (dollari per unità)		
	yen giapponese	marco tedesco	franco francese	sterlina inglese (1)	lira italiana	dollaro canadese	DSP	ECU	oro (per oncia)
1978 .....	208,72	2,0080	4,5048	1,9178	848,7	1,1387	1,2520	1,2741	193,29
1979 .....	217,89	1,8326	4,2544	2,1211	831,0	1,1715	1,2920	1,3705	306,93
1980 .....	224,95	1,8161	4,2218	2,3285	855,5	1,1687	1,3015	1,3923	613,24
1981 .....	220,69	2,2629	5,4405	2,0094	1138,0	1,1988	1,1792	1,1164	459,73
1982 .....	248,92	2,4291	6,5686	1,7449	1353,6	1,2342	1,1044	0,9778	375,79
1981 — I trim. ..	205,06	2,0844	4,8555	2,3106	1001,5	1,1915	1,2427	1,2320	518,64
II » ..	219,77	2,2770	5,4176	2,0799	1134,1	1,1985	1,1816	1,1135	478,75
III » ..	231,68	2,4326	5,8083	1,8363	1215,4	1,2113	1,1338	1,0318	421,09
IV » ..	244,34	2,2446	5,6508	1,8837	1196,2	1,1917	1,1613	1,0889	420,45
1982 — I trim. ..	233,57	2,3458	5,9940	1,8471	1261,9	1,2085	1,1365	1,0368	362,84
II » ..	244,11	2,3792	6,2769	1,7788	1320,4	1,2440	1,1172	1,0018	333,03
III » ..	258,79	2,4814	6,9468	1,7248	1393,6	1,2505	1,0861	0,9504	380,17
IV » ..	258,72	2,5005	7,0682	1,6487	1434,7	1,2311	1,0776	0,9332	427,12
1983 — I trim. ..	235,46	2,4075	6,8836	1,5328	1399,5	1,2272	1,0918	0,9481	460,88
II » ..	237,51	2,4848	7,4678	1,5551	1477,1	1,2313	1,0779	0,9120	427,78
1982 — ago .....	258,81	2,4786	6,9215	1,7260	1390,6	1,2456	1,0872	0,9520	364,23
set .....	262,68	2,5017	7,0658	1,7134	1409,1	1,2348	1,0797	0,9410	437,31
ott .....	270,85	2,5297	7,1450	1,6978	1438,1	1,2299	1,0713	0,9301	422,15
nov .....	263,74	2,5548	7,2171	1,6305	1469,8	1,2258	1,0673	0,9154	414,91
dic .....	241,56	2,4169	6,8424	1,6177	1396,1	1,2376	1,0941	0,9553	444,29
1983 — gen .....	232,74	2,3883	6,7695	1,5752	1374,1	1,2288	1,0998	0,9615	481,14
feb .....	236,03	2,4270	6,8822	1,5314	1398,0	1,2272	1,0898	0,9439	491,11
mar .....	237,61	2,4073	6,9990	1,4917	1426,3	1,2256	1,0858	0,9390	419,68
apr .....	237,59	2,4387	7,3157	1,5403	1452,1	1,2326	1,0821	0,9252	432,99
mag .....	234,93	2,4682	7,4240	1,5748	1468,5	1,2291	1,0826	0,9185	437,51
giu .....	240,01	2,5474	7,6636	1,5503	1510,7	1,2322	1,0689	0,8924	412,84
lug .....	240,41	2,5876	7,7799	1,5286	1531,8	1,2327	1,0628	0,8790	423,04
ago .....	244,22	2,6716	8,0392	1,5025	1587,8	1,2334	1,0501	0,8528	416,32
set .....	242,40	2,6679	8,0597	1,4987	1601,4	1,2322	1,0509	0,8516	411,28

(1) Dollari per una sterlina.

## Tassi di cambio effettivi

(indici 9 febbraio 1973 = 100)

PERIODO	dollaro USA	yen giapponese	marco tedesco	franco francese	sterlina inglese	lira italiana	dollaro canadese
1978 .....	92,8	137,0	139,7	97,7	70,4	57,4	85,7
1979 .....	91,9	129,7	146,3	98,3	75,0	55,8	82,7
1980 .....	91,9	125,3	146,9	98,8	82,4	53,8	82,7
1981 .....	100,9	132,6	139,3	90,0	82,1	46,7	82,6
1982 .....	110,4	120,3	144,5	81,8	77,8	42,7	82,0
1981 — I trim. ....	95,1	140,3	140,1	94,0	88,8	49,9	81,7
II » .....	100,6	133,1	138,3	90,4	85,0	46,9	82,5
III » .....	105,4	128,0	136,5	88,8	78,4	45,9	82,7
IV » .....	102,0	130,9	142,4	87,6	77,6	44,8	83,4
1982 — I trim. ....	105,3	126,8	141,7	85,7	78,7	43,9	82,9
II » .....	109,1	122,2	144,5	84,3	77,9	43,0	81,1
III » .....	113,0	116,4	144,9	78,9	78,5	42,4	81,4
IV » .....	113,7	117,2	146,8	78,9	76,5	41,7	83,0
1983 — I trim. ....	111,1	128,3	150,3	80,0	69,9	42,1	82,9
II » .....	113,1	128,0	150,7	75,8	73,1	41,1	83,0
1982 — ago. ....	112,8	116,3	144,8	79,1	78,5	42,4	81,7
set. ....	113,3	114,8	144,9	78,1	78,6	42,2	82,6
ott. ....	114,7	111,7	145,4	78,2	79,1	41,8	83,2
nov. ....	114,8	115,0	145,7	78,4	76,6	41,2	83,6
dic. ....	111,6	124,9	149,2	80,2	73,8	42,1	82,1
1983 — gen. ....	110,2	129,5	149,8	80,5	71,2	42,5	82,6
feb. ....	111,3	128,1	149,4	80,3	70,0	42,3	83,0
mar. ....	111,9	127,4	151,8	79,3	68,5	41,6	83,2
apr. ....	112,6	127,6	151,9	76,5	71,5	41,4	82,8
mag. ....	112,4	129,2	150,9	75,8	73,7	41,1	83,0
giu. ....	114,3	127,1	149,4	75,0	74,0	40,8	83,1
lug. ....	115,1	127,2	148,7	74,7	73,7	40,6	83,2
ago. ....	116,9	125,8	147,2	73,9	73,9	40,0	83,5
set. ....	116,7	126,8	147,7	73,8	73,7	39,7	83,6

### Conto economico delle risorse e degli impieghi

(variazioni percentuali sul periodo precedente)

PERIODO	RISORSE			IMPIEGHI				
	Prodotto interno lordo	Impor- tazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Altri impieghi interni	Espor- tazioni
				costruzioni	attrezzature e mezzi di trasporto	Totale		
<b>Quantità a prezzi 1970</b>								
1978 .....	2,7	8,1	3,5	0,5	-0,8	-0,1	2,5	10,1
1979 .....	4,9	13,8	6,3	2,9	9,6	5,8	5,6	9,1
1980 .....	3,9	8,3	4,7	4,7	15,0	9,4	6,5	-4,3
1981 .....	0,1	-5,3	-0,8	0,5	0,8	0,6	-2,8	5,2
1982 .....	-0,3	2,1	0,1	-2,7	-8,1	-5,3	0,9	1,2
1981 - I trim. ....	0,9	-0,5	0,7	0,4	3,9	2,1	-0,5	3,5
II » .....	0,5	-3,9	-1,1	0,2	-7,8	-3,8	-0,8	-0,3
III » .....	-0,8	-4,3	-1,4	-1,4	0,3	-0,6	-2,9	3,5
IV » .....	1,3	6,8	2,2	1,1	2,3	1,7	1,7	4,1
1982 - I trim. ....	1,4	1,8	1,5	-0,6	-2,9	-1,7	2,4	1,0
II » .....	-1,4	-0,7	-1,3	-1,0	-3,9	-2,4	-0,8	-2,0
III » .....	-2,2	-1,5	-2,1	-3,5	-6,9	-5,1	-0,5	-5,4
IV » .....	-0,2	-0,4	-0,2	1,0	5,2	2,9	-0,8	-0,4
1983 - I trim. ....	0,4	-2,2	-	-1,0	-6,6	-3,6	-0,7	4,6
II » .....	-1,7	-	-1,4	0,3	-4,2	-1,8	-2,0	1,0
<b>Prezzi impliciti</b>								
1978 .....	13,9	4,5	12,2	13,4	9,2	11,7	13,8	7,7
1979 .....	15,9	17,5	16,5	18,2	13,5	16,0	16,8	15,8
1980 .....	20,6	22,0	21,1	23,4	17,2	20,3	22,1	18,0
1981 .....	18,3	27,8	19,6	22,7	17,3	20,3	19,7	21,1
1982 .....	17,5	10,7	16,6	17,1	13,8	16,1	16,7	14,4
1981 - I trim. ....	5,2	6,7	5,5	6,8	4,8	5,7	5,2	6,2
II » .....	4,2	10,2	5,3	5,2	5,6	5,8	4,8	7,1
III » .....	2,9	7,8	3,8	3,5	3,6	3,5	3,6	4,7
IV » .....	5,1	-2,7	3,6	4,8	2,3	3,7	4,5	0,8
1982 - I trim. ....	4,2	4,8	4,4	4,3	3,7	4,2	4,0	5,9
II » .....	4,5	-2,4	3,0	3,2	3,3	3,5	2,9	2,7
III » .....	3,1	7,2	4,0	4,0	2,8	3,7	4,2	3,3
IV » .....	4,5	-1,2	3,3	3,5	2,5	2,8	4,4	-0,7
1983 - I trim. ....	3,4	1,0	2,8	3,5	3,8	4,0	3,5	-
II » .....	4,4	-3,9	2,8	2,3	3,5	3,0	2,8	2,9

Fonte: Isco.

## Produzione, fatturato e ordinativi nell'industria

(dati destagionalizzati)

P E R I O D O	INDUSTRIA IN SENSO STRETTO (1)				INDUSTRIA MANIFATTURIERA (2)				
	Produzione				Produzione	Fatturato in termini reali	Ordinativi in termini reali		
	indice generale	beni di consumo	beni di investimento	beni intermedi			Totale	interni	esteri
	<i>(indici 1970 = 100)</i>				<i>(indici 1973 = 100)</i>				
1978 .....	125,6	130,2	122,4	123,5	111,3	114,0	114,6	100,7	147,1
1979 .....	134,0	142,1	130,8	129,3	119,0	123,2	127,3	114,8	154,8
1980 .....	141,5	150,5	149,3	132,5	126,1	126,0	126,9	119,3	141,3
1981 .....	138,3	144,5	159,1	127,2	123,3	124,3	127,9	115,6	152,3
1982 .....	135,2	142,8	155,6	123,2	120,1	120,7	121,5	115,5	131,7
1979 — I trim. ..	128,2	134,7	120,6	126,1	116,0	118,9	120,4	108,7	150,0
II » ..	127,7	135,5	121,6	124,2	114,8	120,1	125,1	113,2	156,3
III » ..	133,2	140,3	130,4	129,1	118,7	123,9	127,5	118,8	153,0
IV » ..	139,3	147,9	141,3	132,5	126,3	130,0	136,0	124,5	168,2
1980 — I trim. ..	141,4	151,4	142,8	133,8	129,6	129,8	137,9	130,1	157,8
II » ..	141,4	149,0	149,6	133,3	128,0	127,5	125,7	120,2	141,9
III » ..	135,4	143,3	143,3	127,3	123,6	124,3	124,0	118,0	142,4
IV » ..	136,7	144,6	147,7	127,7	123,2	122,6	120,1	115,4	130,8
1981 — I trim. ..	135,2	140,5	154,7	125,2	122,1	125,0	130,3	118,0	160,3
II » ..	135,6	142,3	149,9	126,3	123,1	124,5	126,7	116,7	149,8
III » ..	135,4	140,3	157,8	124,7	123,6	124,5	127,2	118,6	151,3
IV » ..	136,5	141,7	159,2	125,6	124,5	123,4	127,3	115,5	156,2
1982 — I trim. ..	136,0	142,0	153,9	126,0	122,5	121,6	122,0	114,3	141,4
II » ..	133,9	140,4	155,1	122,5	122,6	122,0	125,7	120,7	139,0
III » ..	130,6	138,3	147,3	119,8	119,2	119,4	118,9	113,2	133,0
IV » ..	127,8	134,4	148,8	116,4	116,0	119,7	119,2	119,9	120,4
1983 — I trim. ..	125,7	137,7	139,8	112,8	112,6	118,3	116,0	105,0	144,9
II » ..	121,9	129,0	136,0	112,3					

Fonte: Elaborazioni della Banca d'Italia su dati Istat e Isco.

(1) I valori annuali sono la media dei dati grezzi. — (2) I valori annuali sono la media dei dati destagionalizzati.

### Forze di lavoro, occupazione e utilizzo dei fattori

(dati destagionalizzati in migliaia di unità; per il tasso di disoccupazione, valori percentuali)

PERIODO	INDUSTRIA (in senso stretto)			INTERA ECONOMIA						
	Occupati			Occupati				In cerca di occupazione	Forze di lavoro	Tasso di disoccupazione
	in complesso	dipendenti	dipendenti esclusa C.I.G.	agricoltura	industria totale	altre attività	Totale			
1978 .....	5.796	5.047	4.898	3.090	7.633	9.437	20.160	1.571	21.731	7,2
1979 .....	5.812	5.071	4.955	3.011	7.646	9.720	20.377	1.698	22.075	7,7
1980 .....	5.847	5.085	4.918	2.924	7.772	9.978	20.674	1.698	22.372	7,6
1981 .....	5.762	4.995	4.693	2.759	7.727	10.266	20.752	1.913	22.665	8,4
1982 .....	5.655	4.887	4.537	2.545	7.598	10.535	20.678	2.068	22.746	9,1
1979 — I trim. ....	5.762	5.042	4.910	3.007	7.580	9.656	20.243	1.671	21.914	7,6
II » .....	5.789	5.055	4.928	3.015	7.614	9.726	20.356	1.736	22.091	7,9
III » .....	5.844	5.093	4.975	3.016	7.713	9.779	20.508	1.727	22.235	7,8
IV » .....	5.853	5.095	5.008	2.967	7.753	9.825	20.544	1.698	22.242	7,6
1980 — I trim. ....	5.848	5.083	4.980	2.936	7.759	9.872	20.567	1.692	22.259	7,6
II » .....	5.860	5.099	4.962	2.935	7.796	9.957	20.688	1.687	22.376	7,5
III » .....	5.848	5.089	4.900	2.912	7.784	10.081	20.778	1.705	22.483	7,6
IV » .....	5.831	5.068	4.830	2.905	7.788	10.158	20.851	1.715	22.566	7,6
1981 — I trim. ....	5.830	5.055	4.779	2.859	7.795	10.160	20.814	1.833	22.646	8,1
II » .....	5.767	4.999	4.695	2.743	7.714	10.233	20.690	1.925	22.614	8,5
III » .....	5.714	4.960	4.650	2.659	7.660	10.369	20.687	1.994	22.681	8,8
IV » .....	5.737	4.966	4.646	2.609	7.669	10.440	20.718	2.087	22.805	9,2
1982 — I trim. ....	5.738	4.944	4.628	2.550	7.674	10.527	20.750	2.083	22.833	9,1
II » .....	5.710	4.900	4.557	2.545	7.592	10.559	20.696	2.042	22.738	9,0
III » .....	5.663	4.857	4.495	2.541	7.505	10.541	20.587	2.054	22.641	9,1
IV » .....	5.612	4.846	4.466	2.520	7.497	10.605	20.622	2.159	22.781	9,5
1983 — I trim. ....	5.598	4.848	4.427	2.497	7.467	10.734	20.697	2.300	22.997	10,0
II » .....	5.548	4.822	4.337	2.516	7.382	10.804	20.703	2.265	22.968	9,9

Fonte: Istat ed elaborazioni interne; per l'industria in senso stretto i dati fanno riferimento alla Contabilità nazionale.

Legenda: C.I.G. = Cassa integrazione guadagni.

### Produttività e costo del lavoro nell'industria in senso stretto

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Produttività			Retribuzioni lorde per dipendente		Costo del lavoro	
	oraria	per occupato		inclusi dipendenti C.I.G.	esclusi dipendenti C.I.G.	per dipendente inclusi C.I.G.	per unità di prodotto
		inclusi dipendenti C.I.G.	esclusi dipendenti C.I.G.				
1978 .....	3,1	3,1	3,7	15,6	16,3	14,4	11,0
1979 .....	6,9	5,8	5,2	17,4	16,6	16,5	10,1
1980 .....	4,0	4,1	5,0	20,4	21,8	19,1	14,4
1981 .....	2,9	0,6	3,1	21,1	24,6	19,4	18,7
1982 .....	2,2	0,4	1,4	16,8	18,2	17,0	16,5
1979 — I trim. ....	9,6	9,4	9,1	14,6	14,2	13,3	3,6
II » .....	8,4	3,0	2,5	14,4	13,8	13,1	9,9
III » .....	4,9	4,1	3,5	18,6	17,9	18,4	13,8
IV » .....	4,8	7,0	5,8	21,6	20,0	20,9	13,0
1980 — I trim. ....	6,1	8,2	7,6	22,4	21,7	22,1	12,9
II » .....	3,5	8,6	8,8	25,1	25,3	25,4	15,5
III » .....	4,0	2,6	3,9	19,5	21,2	16,4	13,5
IV » .....	2,6	-2,4	0,2	15,6	19,3	13,4	16,2
1981 — I trim. ....	0,3	-5,3	-2,3	16,1	20,3	13,8	20,1
II » .....	1,0	-1,2	1,9	21,7	26,0	18,3	19,7
III » .....	4,3	4,3	6,7	22,8	26,2	22,8	17,8
IV » .....	6,1	4,9	6,6	23,2	25,5	22,3	16,6
1982 — I trim. ....	4,5	4,6	5,5	20,8	22,0	19,3	14,0
II » .....	5,7	3,2	4,0	15,0	16,1	13,7	10,2
III » .....	1,7	-1,1	-0,1	15,8	17,3	17,2	18,6
IV » .....	-3,0	-4,8	-3,6	15,8	17,6	18,0	23,9
1983 — I trim. ....	-2,1	-6,0	-4,0	12,2	15,0	15,7	23,1
II » .....	-5,1	-8,0	-5,3	13,4	17,2	16,6	26,8

Fonte: Elaborazioni su dati Istat.

Legenda: C.I.G. = Cassa integrazione guadagni.



### Costi, profitti e prezzi nell'industria in senso stretto (1)

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Redditi da lavoro dipendente	Risultato lordo di gestione	Valore aggiunto al costo dei fattori	Valore input	Valore produzione	Markup (quota percentuale sui costi)	Prezzi output	Prezzi input
1978 .....	13,3	22,7	16,2	9,4	12,9	21,1	10,8	7,3
1979 .....	17,1	36,0	23,3	27,0	25,1	23,4	17,2	18,6
1980 .....	19,4	32,4	24,1	33,3	28,5	24,3	21,9	26,3
1981 .....	17,2	3,5	11,9	23,9	17,9	20,7	20,5	28,1
1982 .....	14,5	18,1	15,8	9,2	12,4	22,1	15,0	12,5
1979 — I trim.	12,9	55,6	25,2	20,1	22,8	23,4	13,4	11,0
II »	13,2	26,0	17,4	21,4	19,3	22,6	15,5	17,0
III »	19,6	25,5	21,6	28,6	24,9	22,3	18,2	21,2
IV »	22,3	40,7	28,8	36,8	32,5	25,2	21,3	25,0
1980 — I trim.	23,1	50,7	33,0	42,7	37,5	26,3	24,2	28,7
II »	26,5	40,7	31,5	41,8	36,5	23,5	23,1	27,9
III »	16,3	32,6	22,0	29,8	25,8	23,7	21,2	24,8
IV »	12,8	12,3	12,6	22,1	17,1	23,9	19,5	24,3
1981 — I trim.	13,1	-14,3	2,0	20,4	11,0	19,1	17,6	28,1
II »	16,0	3,7	11,3	20,1	15,7	20,5	20,4	26,3
III »	19,7	2,5	13,1	29,7	21,4	19,3	21,7	32,0
IV »	19,8	22,4	20,8	25,3	23,0	23,7	22,0	26,2
1982 — I trim.	16,7	40,2	24,7	16,8	20,5	23,0	19,6	17,4
II »	11,4	32,5	18,9	11,4	15,0	24,4	14,8	12,3
III »	14,8	18,6	16,1	4,7	10,0	21,1	13,6	8,6
IV »	15,1	-9,5	5,5	5,1	5,3	19,7	12,7	12,2
1983 — I trim.	13,4	-17,0	1,8	1,1	1,4	18,0	9,6	8,0
II »	14,7	-19,4	1,3	-0,5	0,4	18,7	10,0	7,1

Fonte: Elaborazioni su dati Istat.

(1) Il valore aggiunto al costo dei fattori è la somma dei redditi da lavoro dipendente e del risultato lordo di gestione. Il valore della produzione è la somma del valore degli inputs e del valore aggiunto. Il markup (calcolato al netto delle transazioni intrasettoriali) è dato dal rapporto tra valore della produzione e totale dei costi (redditi da lavoro dipendente e valore degli inputs).

**Prezzi ingrosso e al consumo**  
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Prezzi ingrosso				Prezzi al consumo				Costo della vita	Indice sindacale
	beni di consumo	beni di investim.	materie ausiliarie	Totale	alimentari	non alimentari	servizi	Totale		
1978 .....	10,3	10,6	6,4	8,4	12,9	11,1	12,1	12,1	12,4	12,7
1979 .....	11,7	12,4	19,4	15,5	13,3	15,0	16,6	14,8	15,7	15,3
1980 .....	17,1	18,3	22,9	20,0	15,6	28,1	20,6	21,2	21,1	18,2
1981 .....	14,9	19,4	17,5	16,6	16,3	17,1	20,6	17,8	18,7	18,4
1982 .....	14,8	14,8	12,9	13,9	16,4	15,8	17,5	16,5	16,3	16,0
1981 — I trim.....	14,9	17,0	15,1	15,3	16,7	20,3	24,3	20,0	19,6	19,0
II » .....	16,7	17,9	17,2	17,1	18,8	20,2	23,6	20,6	20,4	19,4
III » .....	16,8	18,2	19,9	18,5	18,4	17,3	22,7	19,2	19,0	18,2
IV » .....	17,5	18,1	19,6	18,7	18,5	16,8	20,4	18,3	18,2	17,0
1982 — I trim.....	16,1	17,5	17,3	16,8	17,6	15,7	18,1	17,0	16,7	15,3
II » .....	13,8	15,3	12,6	13,4	15,0	14,4	17,5	15,5	15,3	14,9
III » .....	15,3	13,1	11,2	13,0	17,0	16,0	17,3	16,7	16,7	16,2
IV » .....	14,2	13,6	10,8	12,4	16,0	16,8	17,2	16,6	16,7	17,3
1983 — I trim.....	13,2	13,5	6,3	10,6	14,2	16,2	18,3	16,1	16,4	16,3
II » .....	12,5	13,1	7,8	10,1	13,9	15,9	18,5	16,0	16,3	14,9
1982 — lug. ....	14,8	13,4	11,2	12,9	16,5	14,7	17,2	16,0	15,9	16,3
ago. ....	15,6	13,2	11,5	13,2	17,3	16,4	17,6	17,0	17,2	16,4
set. ....	15,5	12,9	11,0	13,0	17,3	17,0	17,1	17,1	17,2	16,0
ott. ....	14,8	13,1	11,3	12,8	16,3	17,5	17,3	17,1	17,2	16,7
nov. ....	14,2	14,0	10,8	12,4	16,0	16,8	17,1	16,6	16,7	17,9
dic. ....	13,6	13,7	10,3	11,9	15,5	16,0	17,1	16,1	16,3	17,1
1983 — gen. ....	13,5	14,3	8,6	11,1	14,4	16,3	18,3	16,2	16,4	16,7
feb. ....	13,2	13,1	8,2	10,6	14,0	16,3	18,0	16,1	16,4	16,3
mar. ....	12,8	13,2	7,7	10,2	14,2	16,0	18,6	16,1	16,4	16,0
apr. ....	12,8	13,0	7,5	10,1	14,4	16,4	18,7	16,4	16,6	15,5
mag. ....	12,5	13,1	7,6	10,1	14,0	16,1	18,4	16,1	16,4	14,8
giu. ....	12,3	13,0	8,0	10,3	13,3	15,3	18,5	15,5	16,0	14,2
lug. ....	11,2	13,6	7,2	9,4	12,4	14,8	18,5	15,0	15,4	13,0
ago. ....	10,0	13,1	6,9	8,7	11,0	12,9	17,4	13,5	13,7	12,2
set. ....								13,6	12,2	

Fonte: Istat.

## Indici di competitività

(calcolati sui prezzi ingrosso dei manufatti: 1970 = 100)

PERIODO	Competitività dell'Italia rispetto a:							
	Germania federale	Francia	Regno Unito	Belgio	Paesi Bassi	Stati Uniti	Paesi CEE (1)	9 paesi indust. (2)
1978 .....	81,2	97,5	93,6	90,8	80,1	111,3	87,8	88,3
1979 .....	82,5	94,9	88,3	95,0	84,4	115,3	87,8	89,4
1980 .....	89,0	100,8	80,7	104,8	89,8	115,6	92,7	94,2
1981 .....	90,8	101,6	73,1	108,5	89,6	91,1	93,0	91,2
1982 .....	88,1	104,8	73,5	118,1	84,9	83,8	93,0	90,5
1981 — I trim. ..	92,3	103,7	71,4	108,7	91,0	100,4	94,1	93,3
II » ..	90,4	101,5	70,4	108,2	90,5	89,4	92,4	90,7
III » ..	91,5	100,6	75,3	109,3	90,9	85,5	93,5	91,0
IV » ..	88,3	100,7	75,4	107,6	86,2	89,0	91,6	89,5
1982 — I trim. ..	89,0	101,7	73,5	113,2	85,1	86,5	92,3	89,9
II » ..	87,8	102,1	73,8	118,4	85,1	85,5	92,3	90,0
III » ..	87,8	107,2	72,5	119,7	84,8	81,9	93,5	90,8
IV » ..	88,0	108,2	74,2	121,2	84,7	81,2	94,1	91,3
1983 — I trim. ..	90,1	109,0	83,2	124,5	87,7	86,4	97,0	94,0
II » ..	90,1	110,9	78,3	126,0	89,5	83,9	97,1	93,7
1982 — lug. ....	87,4	106,1	72,5	119,1	84,8	82,0	93,0	90,4
ago. ....	87,8	106,9	72,6	119,5	84,9	82,0	93,4	90,8
set. ....	88,1	108,6	72,4	120,6	84,6	81,7	94,0	91,2
ott. ....	87,8	108,5	71,7	120,6	84,1	80,3	93,7	90,9
nov. ....	87,8	107,8	73,4	120,5	84,2	79,4	93,7	90,8
dic. ....	88,3	108,3	77,7	122,5	85,8	84,0	94,9	92,1
1983 — gen. ....	90,3	110,0	82,2	124,4	87,5	87,4	97,2	94,1
feb. ....	90,9	109,1	83,3	125,6	88,3	86,5	97,6	94,4
mar. ....	89,2	107,9	84,0	123,4	87,4	85,4	96,3	93,4
apr. ....	89,6	111,0	80,3	124,9	89,1	85,2	97,0	93,8
mag. ....	90,1	111,0	77,7	126,2	89,5	84,4	97,1	93,7
giu. ....	90,6	110,7	76,9	126,8	89,7	82,1	97,2	93,5
lug. (*) ...	91,2	110,5	77,3	127,2	89,5	81,1	97,4	93,5
ago. (*) ...	90,7	108,6	76,1	124,3	89,0	78,3	96,3	92,2

(1) Germania federale, Francia, Regno Unito, Belgio, Paesi Bassi. — (2) I cinque paesi CEE più Stati Uniti, Canada, Giappone e Svizzera. — (\*) Dati provvisori e parzialmente stimati.

## Bilancia dei pagamenti economica

(miliardi di lire)

P E R I O D O	Merci (Fob)	Servizi e trasferimenti				Saldo corrente	Movimenti capitali err./omis.	Saldo globale
		turismo	redditi capitali	altri	Totale			
<i>(dati grezzi)</i>								
1978 .....	2.460	4.311	-935	-575	2.801	5.261	1.736	6.997
1979 .....	-791	5.563	-452	232	5.343	4.552	-2.728	1.824
1980 .....	-13.991	6.000	-561	261	5.700	-8.291	2.033	-6.258
1981 .....	-12.032	6.693	-3.630	-256	2.807	-9.225	10.758	1.533
1982 .....	-10.720	8.930	-5.307	-296	3.327	-7.393	4.872	-2.521
1981 — I trim. ....	-4.223	758	-987	-261	-490	-4.713	1.306	-3.407
II » .....	-3.849	1.808	-691	7	1.124	-2.725	3.754	1.029
III » .....	-1.620	2.804	-1.014	-147	1.643	23	3.935	3.958
IV » .....	-2.340	1.323	-938	145	530	-1.810	1.763	-47
1982 — I trim. ....	-4.874	990	-1.346	-542	-898	-5.772	2.264	-3.508
II » .....	-2.503	2.269	-1.211	210	1.268	-1.235	1.923	688
III » .....	-1.981	3.820	-1.390	154	2.584	603	1.186	1.789
IV » .....	-1.362	1.851	-1.360	-118	373	-989	-501	-1.490
1983 — I trim. ....	-2.604	1.471	-1.690	39	-180	-2.784	657	-2.127
II » .....								2.853
III » .....								3.283
<i>(dati destagionalizzati)</i>								
1981 — I trim. ....	-3.146	1.492	-736	-113	643	-2.503		
II » .....	-3.803	1.661	-670	-167	824	-2.979		
III » .....	-2.268	1.713	-1.068	-182	463	-1.805		
IV » .....	-2.815	1.827	-1.156	206	877	-1.938		
1982 — I trim. ....	-3.521	1.940	-994	-300	646	-2.875		
II » .....	-2.539	2.091	-1.190	-22	879	-1.660		
III » .....	-2.736	2.346	-1.492	104	958	-1.778		
IV » .....	-1.924	2.553	-1.631	-78	844	-1.080		
1983 — I trim. ....	-1.296	2.782	-1.368	275	1.689	393		

## Riserve ufficiali e posizione sull'estero delle aziende di credito

(consistenze di fine periodo)

DATA	Riserve ufficiali nette							Posizione sull'estero delle aziende di credito		
	oro	DSP	ECU	valute convertibili	posizione riserva sul FMI	passività a breve	Totale	attività	passività	Saldo
<i>(in miliardi di lire)</i>										
1978 — dic. ....	11.893	244	—	8.712	262	151	20.960	19.233	25.117	-5.884
1979 — dic. ....	16.141	476	5.974	7.931	250	132	30.640	24.237	31.101	-6.864
1980 — dic. ....	34.170	618	9.981	10.152	766	272	55.415	29.197	43.947	-14.750
1981 — dic. ....	34.791	940	10.684	11.657	881	183	58.770	44.809	60.878	-16.069
1982 — ago. ....	28.716	1.093	9.006	11.776	961	231	51.321	35.572	52.696	-17.124
set. ....	28.694	1.093	8.974	11.174	962	177	50.720	35.921	52.743	-16.822
ott. ....	28.694	1.120	10.307	8.754	985	224	49.636	39.956	54.215	-14.259
nov. ....	28.694	1.113	8.210	8.734	978	165	47.564	45.063	60.206	-15.143
dic. ....	32.449	1.108	8.140	9.136	953	144	51.642	48.049	62.613	-14.564
1983 — gen. ....	32.449	1.121	9.591	9.744	965	88	53.782	41.800	57.675	-15.875
feb. ....	32.449	1.117	9.625	9.160	961	227	53.085	38.889	54.292	-15.403
mar. ....	37.882	1.148	9.737	8.710	983	105	58.355	35.695	52.491	-16.796
apr. ....	37.882	1.164	11.813	9.524	997	160	61.220	35.616	53.449	-17.883
mag. ....	37.882	1.304	11.901	10.738	1.016	134	62.707	36.389	56.889	-20.500
giu. (*) ....	40.342	1.353	11.804	13.781	1.008	174	68.114			
lug. (*) ....	40.342	1.390	12.709	16.395	1.032	138	71.730			
ago. (*) ....	40.342	1.589	12.794	16.443	1.049	168	72.049			
set. (*) ....	41.774	1.647	12.903	15.348	1.048	240	72.480			
<i>(in milioni di dollari)</i>										
1978 — dic. ....	14.334	294	—	10.499	316	183	25.260	23.178	30.269	-7.091
1979 — dic. ....	20.125	592	7.430	9.864	312	164	38.159	30.145	38.683	-8.538
1980 — dic. ....	36.722	664	10.727	10.910	823	292	59.554	31.378	47.229	-15.851
1981 — dic. ....	28.993	783	8.903	9.714	734	152	48.975	37.341	50.732	-13.391
1982 — ago. ....	20.760	777	6.398	8.366	683	164	36.820	25.273	37.439	-12.166
set. ....	20.172	768	6.309	7.855	676	124	35.656	25.252	37.078	-11.826
ott. ....	20.172	762	7.012	5.954	670	152	34.418	27.181	36.881	-9.700
nov. ....	20.172	775	5.713	6.078	681	115	33.304	31.359	41.897	-10.538
dic. ....	23.685	808	5.942	6.669	696	105	37.695	35.072	45.703	-10.631
1983 — gen. ....	23.685	796	6.812	6.920	685	62	38.836	29.688	40.962	-11.274
feb. ....	23.685	799	6.882	6.550	687	162	38.441	27.808	38.822	-11.014
mar. ....	26.216	794	6.738	6.028	680	72	40.384	24.702	36.326	-11.624
apr. ....	26.216	796	8.083	6.517	682	109	42.185	24.369	36.571	-12.202
mag. ....	26.216	872	7.954	7.176	679	90	42.807	24.320	38.021	-13.701
giu. (*) ....	26.747	897	7.826	9.137	668	115	45.160			
lug. (*) ....	26.747	887	8.113	10.466	659	88	46.784			
ago. (*) ....	26.747	984	7.923	10.183	650	104	46.383			
set. (*) ....	26.129	1.030	8.071	9.600	656	150	45.335			

(\*) Dati provvisori.

## Formazione del fabbisogno del settore statale

(miliardi di lire)

P E R I O D O	Incassi di bilancio			Pagamenti di bilancio			Disavanzo (-)	Altre operazioni (1)	FABBI- SOGNO (-)	Fabbisogno al netto regolazioni in titoli
	entrate tributarie	altre entrate	Totale	spese correnti	spese c/ capitale	Totale				
1978.....	45.323	8.151	53.474	-71.584	-15.227	-86.811	-33.337	-911	-34.248	-32.412
1979.....	52.810	11.248	64.058	-79.143	-15.206	-94.349	-30.291	-52	-30.343	-30.285
1980.....	72.015	18.370	90.385	-110.764	-20.517	-131.281	-40.896	3.886	-37.010	-36.071
1981.....	89.240	19.715	108.955	-131.928	-22.395	-154.323	-45.368	-7.586	-52.954	-49.274
1982.....	114.671	40.908	155.579	-176.857	-35.437	-212.294	-56.715	-15.896	-72.611	-71.900
1981 — I trim..	19.630	3.862	23.492	-22.732	-2.249	-24.981	-1.489	-10.384	-11.873	-11.873
II »	21.844	2.966	24.810	-29.859	-4.600	-34.459	-9.649	496	-9.153	-9.153
III »	20.773	5.649	26.422	-36.510	-7.856	-44.366	-17.944	5.808	-12.136	-11.650
IV »	26.993	7.238	34.231	-42.827	-7.690	-50.517	-16.286	-3.506	-19.792	-16.598
1982 — I trim..	23.567	5.291	28.858	-32.079	-3.762	-35.841	-6.983	-6.975	-13.958	-13.958
II »	26.726	4.174	30.900	-37.093	-6.481	-43.574	-12.674	-2.192	-14.866	-14.856
III »	23.051	6.921	29.972	-49.771	-10.140	-59.911	-29.939	5.840	-24.099	-23.630
IV »	41.327	24.522	65.849	-57.914	-15.054	-72.968	-7.119	-12.569	-19.688	-19.456
1983 — I trim..	33.106	4.098	37.204	-39.418	-5.043	-44.461	-7.257	-6.160	-13.417	-13.417
II »	33.855	7.332	41.187	-46.624	-10.798	-57.422	-16.235	-4.997	-21.232	-21.232
1982 — lug.....	7.939	2.127	10.066	-19.935	-4.908	-24.843	-14.777	4.950	-9.827	-9.551
ago. ....	8.301	3.290	11.591	-20.759	-1.774	-22.533	-10.942	4.985	-5.957	-5.957
set. ....	6.811	1.504	8.315	-9.077	-3.458	-12.535	-4.220	-4.095	-8.315	-8.122
ott. ....	7.505	2.091	9.596	-10.655	-2.289	-12.944	-3.348	-5.159	-8.507	-8.298
nov. ....	13.114	7.972	21.086	-19.334	-3.356	-22.690	-1.604	-2.376	-3.980	-3.980
dic. ....	20.708	14.459	35.167	-27.925	-9.409	-37.334	-2.167	-5.034	-7.201	-7.178
1983 — gen. ....	9.289	1.335	10.624	-12.663	-192	-12.855	-2.231	212	-2.019	-2.019
feb. ....	10.468	936	11.404	-13.693	-1.895	-15.588	-4.184	-2.416	-6.600	-6.600
mar. ....	13.349	1.827	15.176	-13.062	-2.956	-16.018	-842	-3.956	-4.798	-4.798
apr. ....	8.104	2.558	10.662	-12.289	-1.567	-13.856	-3.194	-5.913	-9.107	-9.107
mag. ....	10.471	1.689	12.160	-10.239	-3.147	-13.386	-1.226	-5.079	-6.305	-6.305
giu. ....	15.280	3.085	18.365	-24.096	-6.084	-30.180	-11.815	5.995	-5.820	-5.820
lug. ....	10.900	1.150	12.050	-17.355	-11.595	-28.950	-16.900	7.025	-9.875	-9.875
ago. (2) .							-12.830	3.430	-9.400	-9.400

(1) Operazioni di Tesoreria, gestioni Cassa DD.PP., aziende autonome e Cassa del Mezzogiorno. — (2) Dati stimati.

## Copertura del fabbisogno del settore statale

(miliardi di lire)

PERIODO	Titoli a medio e lungo termine		B O T		Raccolta postale	Prestiti esteri	Altre operazioni	FABBI-SOGNO	di cui: Creazione di base monetaria (1)
	Totale	di cui: BI-UIC	Totale	di cui: BI-UIC					
1978 .....	20.155	5.786	5.881	-3.601	4.850	273	3.089	34.248	10.049
1979 .....	9.482	-2.771	9.822	-330	6.722	581	3.736	30.343	7.144
1980 .....	-1.553	710	25.500	-1.016	2.195	787	10.081	37.010	12.194
1981 .....	7.354	1.500	33.783	5.458	2.458	2.515	6.844	52.954	16.177
1982 .....	23.504	-280	32.603	3.987	3.619	3.554	9.331	72.611	16.290
1981 — I trim. ..	1.259	250	8.249	4.919	570	99	1.696	11.873	7.014
II » ..	2.703	1.105	4.503	683	-415	1.245	1.117	9.153	1.942
III » ..	326	15	8.390	-961	52	662	2.706	12.136	2.647
IV » ..	3.066	130	12.641	817	2.251	509	1.325	19.792	4.574
1982 — I trim. ..	2.240	-1.278	7.964	493	-56	610	3.200	13.958	2.182
II » ..	690	1.965	15.759	1.139	-356	639	-1.866	14.866	637
III » ..	6.567	-5.015	10.995	-802	-216	774	5.979	24.099	-498
IV » ..	14.007	4.048	-2.115	3.157	4.247	1.531	2.018	19.688	13.969
1983 — I trim. ..	10.726	495	-2.190	1.891	512	189	4.180	13.417	6.931
II » ..	15.408	-3.048	6.519	-3.568	-48	1.050	-1.697	21.232	-8.953
III »(2) ..	22.340	-800	7.200	1.123	65	227	-1.757	28.075	1.978
1982 — ago. ....	1.313	-3.471	2.517	-1.206	-142	707	1.562	5.957	-3.052
set. ....	5.966	212	1.525	352	-133	-68	1.025	8.315	1.204
ott. ....	5.926	218	-3.785	-780	-9	264	6.111	8.507	5.271
nov. ....	5.716	2.912	-1.532	391	210	219	-633	3.980	2.918
dic. ....	2.365	918	3.202	3.546	4.046	1.048	-3.460	7.201	5.780
1983 — gen. ....	1.592	845	-1.322	3.230	1.672	65	12	2.019	5.536
feb. ....	4.624	484	81	-1.743	-731	7	2.619	6.600	678
mar. ....	4.510	-834	-949	404	-429	117	1.549	4.798	717
apr. ....	5.202	-1.563	3.391	-2.648	-212	145	581	9.107	-4.052
mag. ....	7.115	190	-507	-555	16	-2	-317	6.305	-1.229
giu. ....	3.091	-1.675	3.635	-365	148	907	-1.961	5.820	-3.672
lug. ....	4.950	172	3.940	528	65	13	907	9.875	1.222
ago. (2) ...	8.157	-2.604	2.795	2.402	....	134	-1.686	9.400	1.850
set. (2) ...	9.233	1.632	465	-1.807	....	80	-978	8.800	-1.094

(1) La serie non è stata corretta per le poste, indicate nella Tav. 8, relative ai BOT venduti dalla BI alle aziende di credito a fronte dei quali sono state accese anticipazioni ai sensi del DM 27 settembre 1974. — (2) Dati di preconsuntivo, in parte stimati.

## Operazioni in titoli di Stato di BI-UIC (1)

(importi in miliardi di lire)

D A T A	mercato primario		mercato aperto			variazioni portafoglio BI-UIC	titoli in circolazione		
	sotto- scrizioni	rimborsi	di cui: operaz. temp.		BI-UIC		aziende di credito e altri	TOTALE	
			acquisti	vendite					
<b>B O T</b>									
1980 .....	25.915	323	-26.608	—	—	-1.016	2.641	71.113	73.754
1981 .....	35.736	2.704	-28.888	83	-1.404	(*)5.458	8.099	99.438	107.537
1982 .....	35.259	9.602	-21.670	426	1.404	3.987	12.086	128.063	140.149
1982 — lug. ....	4.423	2.674	-1.697	-674	-208	52	9.783	128.431	138.214
ago. ....	2.103	787	-2.522	150	—	-1.206	8.577	132.153	140.730
set. ....	1.389	1.261	225	255	—	353	8.930	133.325	142.255
ott. ....	1.500	465	-1.815	-305	—	-780	8.149	130.321	138.470
nov. ....	3.538	1.951	-1.196	-84	—	391	8.540	128.398	136.938
dic. ....	4.600	—	-1.054	493	—	3.546	12.086	128.063	140.149
1983 — gen. ....	3.251	1.864	1.843	3.050	—	3.230	15.319	123.508	138.827
feb. ....	3.903	1.194	-4.452	-2.919	—	-1.743	13.573	125.335	138.908
mar. ....	3.826	1.745	-1.677	-335	—	404	13.976	123.983	137.959
apr. ....	1.869	1.030	-3.487	-305	—	-2.648	11.326	130.024	141.350
mag. ....	2.445	2.974	-26	—	—	-555	10.678	130.165	140.843
giu. ....	2.551	1.056	-1.860	493	890	-365	10.408	134.068	144.476
lug. ....	4.336	1.761	-2.047	-493	-890	528	10.935	137.481	148.416
ago.(2) ...	5.720	817	-2.501	—	—	2.402	13.309	137.902	151.211
set.(2) ....	3.351	3.458	-1.700	657	—	-1.807			
<b>C C T</b>									
1980 .....	6.315	4	-2.872	—	-1.060	3.439	8.071	20.108	28.179
1981 .....	2.499	9	-2.661	—	1.060	-171	7.928	23.201	31.129
1982 .....	10.797	3.740	-4.214	—	-2.231	2.843	10.771	48.608	59.379
1982 — lug. ....	880	862	-493	—	500	-475	7.762	30.617	38.379
ago. ....	17	1.197	-961	—	-110	-2.141	5.601	34.278	39.879
set. ....	383	—	-48	—	-390	335	5.938	39.941	45.879
ott. ....	2.929	525	-1.228	—	1.230	1.176	7.158	44.721	51.879
nov. ....	2.989	—	-265	—	949	2.724	9.921	46.958	56.879
dic. ....	1.741	479	-380	—	52	882	10.771	48.608	59.379
1983 — gen. ....	752	1.459	2.021	140	-2.231	1.314	12.151	51.228	63.379
feb. ....	231	—	138	220	—	369	12.528	55.601	68.129
mar. ....	81	—	-770	-32	600	-689	11.824	61.005	72.829
apr. ....	1	—	-1.279	-328	814	-1.278	10.531	68.048	78.579
mag. ....	22	—	-341	—	-414	-319	10.215	72.164	82.379
giu. ....	48	—	-1.684	—	-112	-1.636	8.539	77.340	85.879
lug. ....	277	—	878	—	-888	1.155	9.707	82.772	92.479
ago.(2) ...	89	—	-3.067	—	2.250	-2.978	6.747	92.732	99.479
set.(2) ....	290	—	1.358	—	-1.601	1.648			

(1) Le variazioni sono al valore di bilancio, i titoli in circolazione al valore nominale. — (2) Dati provvisori. — (\*) Include l'acquisto di BOT dalla Cassa del Mezzogiorno per 1314 miliardi.



## Operazioni in titoli di Stato di BI-UIC (1)

(importi in miliardi di lire)

D A T A	mercato primario		mercato aperto			variazioni portafoglio BI-UIC	titoli in circolazione		
	sotto- scrizioni	rimborsi	di cui: operaz.temp.		BI-UIC		aziende di credito e altri	TOTALE	
			acquisti	vendite					
<b>Altri titoli di Stato</b>									
1980 .....	51	1.354	-1.426	—	-1.259	-2.729	20.190	30.648	50.838
1981 .....	4.208	1.355	-1.182	—	1.259	1.671	21.719	33.906	55.625
1982 .....	1.500	1.556	-3.069	—	—	-3.125	18.120	33.807	51.927
1982 — lug. ....	—	1.257	-24	—	—	-1.281	20.524	30.321	50.845
ago. ....	—	—	-1.330	—	750	-1.330	19.172	31.572	50.744
set. ....	—	—	-124	—	-750	-124	19.008	31.877	50.885
ott. ....	—	—	-959	—	786	-959	17.981	33.065	51.046
nov. ....	305	2	-115	—	-786	188	18.169	33.739	51.908
dic. ....	—	—	35	—	—	35	18.120	33.807	51.927
1983 — gen. ....	3	714	242	—	—	-469	17.584	31.999	49.583
feb. ....	168	—	-53	—	—	115	17.680	31.882	49.562
mar. ....	—	—	-145	—	—	-145	17.551	31.985	49.536
apr. ....	—	—	-285	—	—	-285	17.229	32.915	50.144
mag. ....	511	—	-2	—	—	509	17.738	34.899	52.637
giu. ....	—	—	-39	—	—	-39	17.616	35.005	52.621
lug. ....	318	1.295	-7	—	—	-984	16.480	34.230	50.710
ago.(2) ...	400	—	-26	—	—	374	16.919	34.985	51.904
set.(2) ....	—	—	-16	—	—	-16			
<b>T O T A L E</b>									
1980 .....	32.281	1.681	-30.906	—	-2.319	-306	30.902	121.869	152.771
1981 .....	42.443	4.068	-32.731	83	915	(*)6.958	37.746	156.545	194.291
1982 .....	47.556	14.898	-28.953	426	-827	3.705	40.977	210.478	251.455
1982 — lug. ....	5.303	4.793	-2.214	-674	292	-1.704	38.069	189.369	227.438
ago. ....	2.120	1.984	-4.813	150	640	-4.677	33.350	198.003	231.353
set. ....	1.772	1.261	53	255	-1.140	564	33.876	205.143	239.019
ott. ....	4.429	990	-4.002	-305	2.016	-563	33.288	208.107	241.395
nov. ....	6.832	1.953	-1.576	-84	163	3.303	36.630	209.095	245.725
dic. ....	6.341	479	-1.399	493	52	4.463	40.977	210.478	251.455
1983 — gen. ....	4.006	4.037	4.106	3.190	-2.231	4.075	45.054	206.735	251.789
feb. ....	4.302	1.194	-4.367	-2.699	—	-1.259	43.781	212.818	256.599
mar. ....	3.907	1.745	-2.592	-367	600	-430	43.351	216.973	260.324
apr. ....	1.870	1.030	-5.051	-633	814	-4.211	39.086	230.987	270.073
mag. ....	2.978	2.974	-369	—	-414	-365	38.631	237.228	275.859
giu. ....	2.599	1.056	-3.583	493	778	-2.040	36.563	246.413	282.976
lug. ....	4.931	3.056	-1.176	-493	-1.778	699	37.122	254.483	291.605
ago.(2) ...	6.209	817	-5.594	—	2.250	-202	36.975	265.619	302.594
set.(2) ....	3.641	3.458	-358	657	-1.601	-175			

(1) Le variazioni sono al valore di bilancio, i titoli in circolazione al valore nominale. — (2) Dati provvisori. — (\*) Include l'acquisto di BOT dalla Cassa del Mezzogiorno per 1314 miliardi.

## Aste dei Buoni ordinari del Tesoro

(importi in miliardi di lire - valori nominali)

D A T A	BOT offerti	Scadenza in giorni	BOT domandati da aziende di credito e pubblico	BOT aggiudicati		Sottoscrizioni BI-UIC
				metodo competitivo	metodo non competitivo	
<b>3 mesi</b>						
1983 — apr. metà ..	1.000	91	586	—	586	300
» fine...	5.000	91	4.667	—	4.667	—
mag. metà ..	500	92	707	299	26	175
» fine...	3.000	92	3.819	2.957	43	—
giu. metà ..	500	92	354	235	2	263
» fine...	4.000	91	3.177	2.849	21	1.130
lug. metà ..	500	92	518	491	1	8
» fine...	4.000	92	5.019	3.984	16	—
ago. metà ..	—	—	—	—	—	—
» fine...	4.500	92	3.750	3.232	18	1.250
set. metà ..	—	—	—	—	—	—
» fine...	4.500	91	5.314	4.475	25	—
ott. metà ..	—	—	—	—	—	—
<b>6 mesi</b>						
1983 — apr. metà ..	1.750	183	945	—	945	700
» fine...	10.500	183	9.642	—	9.642	858
mag. metà ..	750	184	601	—	601	149
» fine...	6.500	184	6.806	—	6.500	—
giu. metà ..	750	183	858	—	750	—
» fine...	10.000	183	10.412	—	10.000	—
lug. metà ..	2.000	184	1.347	—	1.347	653
» fine...	14.500	184	12.250	—	12.250	2.000
ago. metà ..	1.250	184	516	—	516	734
» fine...	10.500	184	8.014	—	8.014	2.486
set. metà ..	1.500	182	706	—	706	750
» fine...	10.000	182	7.956	—	7.956	2.000
ott. metà ..	500	183	392	—	392	108
<b>12 mesi</b>						
1983 — apr. metà ..	1.000	366	954	—	954	—
» fine...	7.000	366	6.989	—	6.989	11
mag. metà ..	750	366	468	—	468	282
» fine...	5.500	366	3.661	—	3.661	1.839
giu. metà ..	500	366	173	—	173	327
» fine...	5.000	366	4.169	—	4.169	831
lug. metà ..	1.500	366	401	—	401	1.000
» fine...	6.500	366	5.826	—	5.826	674
ago. metà ..	750	366	579	—	579	171
» fine...	6.500	366	5.422	—	5.422	1.078
set. metà ..	1.500	366	1.215	—	1.215	250
» fine...	6.500	366	6.149	—	6.149	351
ott. metà ..	500	366	656	—	500	—

## Aste dei Buoni ordinari del Tesoro

(prezzi e rendimenti percentuali)

D A T A	P R E Z Z I		R E N D I M E N T I (1)						
	Base	Medio di aggiudica- zione	Semplici			Composti			
			Base	di aggiudicazione		Base	di aggiudicazione		
				metodo competitivo	metodo non competitivo		metodo competitivo	metodo non competitivo	
<b>3 mesi</b>									
1983 —	apr. metà....	95,90	95,90	17,15	—	17,15	18,28	—	18,28
	» fine ....	96,00	96,00	16,71	—	16,71	17,79	—	17,79
	mag. metà....	95,65	96,00	18,04	16,53	16,10	19,30	17,58	17,10
	» fine ....	95,65	96,05	18,04	16,32	15,89	19,30	17,34	16,85
	giu. metà....	95,65	96,05	18,04	16,32	15,89	19,30	17,34	16,85
	» fine ....	95,65	96,05	18,04	16,32	15,89	19,30	17,34	16,85
	lug. metà....	95,65	96,00	18,04	16,53	16,10	19,30	17,58	17,10
	» fine ....	95,65	96,05	18,04	16,32	15,89	19,30	17,34	16,85
	ago. metà....	—	—	—	—	—	—	—	—
	» fine ....	95,65	96,05	18,04	16,32	15,89	19,30	17,34	16,85
	set. metà....	—	—	—	—	—	—	—	—
	» fine ....	95,65	95,15	18,24	16,06	15,63	19,53	17,06	16,57
	ott. metà....	—	—	—	—	—	—	—	—
<b>6 mesi</b>									
1983 —	apr. metà....	91,75	91,75	17,93	—	17,93	18,74	—	18,74
	» fine ....	91,95	91,95	17,46	—	17,46	18,22	—	18,22
	mag. metà....	91,95	91,95	17,37	—	17,37	18,11	—	18,11
	» fine ....	92,10	92,15	17,02	—	16,90	17,74	—	17,61
	giu. metà....	92,15	92,20	16,99	—	16,87	17,71	—	17,58
	» fine ....	92,20	92,30	16,87	—	16,64	17,58	—	17,33
	lug. metà....	92,25	92,25	16,67	—	16,67	17,35	—	17,35
	» fine ....	92,25	92,25	16,67	—	16,67	17,35	—	17,35
	ago. metà....	92,25	92,25	16,67	—	16,67	17,35	—	17,35
	» fine ....	92,30	92,30	16,55	—	16,55	17,23	—	17,23
	set. metà....	92,40	92,40	16,50	—	16,50	17,18	—	17,18
	» fine ....	92,40	92,40	16,50	—	16,50	17,18	—	17,18
	ott. metà....	92,40	92,40	16,41	—	16,41	17,08	—	17,08
<b>12 mesi</b>									
1983 —	apr. metà....	84,30	84,30	18,62	—	18,57	18,57	—	18,57
	» fine ....	84,55	84,55	18,22	—	18,22	18,22	—	18,22
	mag. metà....	84,55	84,55	18,22	—	18,22	18,22	—	18,22
	» fine ....	84,75	84,75	17,94	—	17,94	17,94	—	17,94
	giu. metà....	84,75	84,75	17,94	—	17,94	17,94	—	17,94
	» fine ....	84,75	84,75	17,94	—	17,94	17,94	—	17,94
	lug. metà....	84,75	84,75	17,94	—	17,94	17,94	—	17,94
	» fine ....	84,75	84,75	17,94	—	17,94	17,94	—	17,94
	ago. metà....	84,75	84,75	17,94	—	17,94	17,94	—	17,94
	» fine ....	84,80	84,80	17,88	—	17,88	17,88	—	17,88
	set. metà....	84,80	84,80	17,88	—	17,88	17,88	—	17,88
	» fine ....	84,80	84,80	17,88	—	17,88	17,88	—	17,88
	ott. metà....	84,85	84,90	17,81	—	17,74	17,81	—	17,74

(1) Anno civile.

## Vendite temporanee di titoli da parte della Banca d'Italia (1)

(importi in miliardi di lire)

D A T A	Importo offerto	Importo accolto	Durata dell'operazione (in giorni)	Tassi di rendimento		D A T A	Importo offerto	Importo accolto	Durata dell'operazione (in giorni)	Tassi di rendimento	
				massimo	medio ponderato					massimo	medio ponderato
<b>1983</b>											
3 Gen.	2.000	1.312	14-22	18,25	18,18	13-14 Giu.	1.500	1.500	16-17	15,90	15,84
4 »	1.000	630	13-21	18,25	18,20	14-15 »	750	750	15-16	15,80	15,77
5 »	750	360	9	18,25	18,22	16-17 »	750	750	13-14	15,90	15,75
21 »	700	303	7	18,25	18,19	17-20 »	500	500	13-10	16,00	15,85
						20-21 »	500	286	9-10	16,00	15,93
28 Feb.	500	—	—	—	—	22-23 »	500	500	8-12	15,50	15,48
						23-24 »	500	500	7-12	15,10	15,02
10 Mar.	300	35	5	18,50	18,21	28-29 »	1.000	490	12-13	16,00	15,55
31 »	600	600	11-15	17,75	17,65	29-30 »	400	400	4-15	16,00	15,81
1 Apr.	500	500	13	17,60	17,54	1 Lug.	500	450	10-13	16,00	15,62
8 »	600	600	6	17,45	17,18	12-13 »	1.000	1.000	15-16	15,25	15,13
13 »	750	450	15	17,45	17,11	13-14 »	750	750	14-15	15,05	14,98
15 »	1.000	840	13	17,45	17,39	19-20 »	500	500	8-9	15,10	15,04
18 »	500	500	10	17,45	17,22	21-22 »	500	500	6-7	14,90	14,82
19 »	400	—	—	—	—	29 »	500	—	—	—	—
20 »	800	800	8	16,85	16,76						
21 »	900	900	7	16,90	16,79	23-24 Ago.	750	750	13-12	14,45	14,32
22 »	800	800	17-24	16,65	16,59	24-25 »	750	750	12-11	14,20	14,09
27 »	400	114	12-19	16,75	16,63	25-26 »	750	750	11-10	14,00	13,81
29 »	500	500	10-17	16,60	16,52						
						8-9 Set.	500	500	7-6	13,95	13,84
2 Mag.	300	120	7-14	16,90	16,70	12-13 »	750	310	18-17	14,50	14,08
12-13 »	750	750	13-19	16,75	16,46	14 »	400	125	16	14,50	14,48
13-16 »	400	400	12-18	16,50	16,46	16-19 »	400	120	14-11	14,80	14,67
17 »	750	440	8-13	16,75	16,68	21-22 »	750	750	8-15	14,75	14,30
18-19 »	500	500	7-13	16,70	16,58						
23-24 »	500	500	13-14	16,20	16,09						
24-25 »	500	500	13-22	16,05	15,97						

(1) Operazioni pronti contro termine effettuate con il metodo dell'asta competitiva.

## Acquisti temporanei di titoli da parte della Banca d'Italia

(importi in miliardi di lire)

D A T A	Percentuale di finanziamento (1)	Importo operazione	Durata operazione (in giorni)	D A T A	Importo offerto	Importo accolto	Durata dell'operazione (in giorni)	Tassi di rendimento	
								minimo	medio ponderato
<b>Finanziamento delle sottoscrizioni alle aste dei BOT (2)</b>				<b>Altre operazioni di regolamento della liquidità (3)</b>					
<b>1 9 8 2</b>				<b>1 9 8 2</b>					
29 Gen. ....	20	1.077	6	25 Gen. .	(4)	1.038	9-21	19,40	19,48
1 Feb. ....	20	532	da 11 a 17	1 Feb. .	(4)	687	14	19,50	19,55
26 » .....	10	143	da 5 a 7	7 Giu. .	1.200	160	14	19,00	19,00
30 Giu. ....	20	674	1-2	6 Set. .	1.250	1.249	4-9	16,80	17,52
30 Ago. ....	25	150	4	3 Dic. .	(4)	582	13	18,45	18,49
30 Set. ....	10	405	da 1 a 5	6 » ..	(4)	1.972	10-15	18,45	18,49
29 Ott. ....	30	100	da 6 a 10	6 » ..	2.500	2.500	10-15	18,50	18,55
2 Nov. ....	30	642	da 6 a 10	7 » ..	1.000	833	13-14	18,45	18,76
30 Dic. ....	25	509	4						
<b>1 9 8 3</b>				<b>1 9 8 3</b>					
28 Gen. ....	25	1.323	da 14 a 13	17 Gen. .	1.500	1.500	14-25	18,40	18,45
30 Mar. ....	25	33	6	25 » ..	1.250	1.250	6-16	18,60	18,62
14 Apr. ....	25	70	da 4 a 6	1 Feb. .	1.250	1.250	6-10	19,05	19,05
30 Giu. ....	20	493	1	4 » ..	1.500	1.500	13-18	19,75	19,76
28 Lug. ....	20	390	1	7 » ..	2.000	2.000	11-16	19,00	19,25
25 Ago. ....	20	10	4	11 » ..	1.250	1.250	6-10	18,75	18,80
30 Set. ....	20	657	4	21 » ..	1.000	1.000	8-11	18,70	18,75
				4 Mar. .	1.000	1.000	13-17	18,90	19,06
				7 » ..	2.000	2.000	10-14	18,50	18,85
				25 » ..	600	600	7	19,85	19,85
				5 Mag. .	500	500	22-26	17,30	17,53
				9 » ..	750	750	9-15	17,35	17,44
				6 Giu. .	1.000	1.000	15-16	17,80	18,00
				6 » ..	750	750	10-16	17,60	17,60
				4-5 Lug. .	1.000	1.000	13-16	17,90	17,99
				4 Ago. .	1.500	1.500	16-26	18,15	18,20

(1) Percentuale dei titoli sottoscritti all'asta dal Sistema che la Banca d'Italia si dichiara disposta a finanziare. — (2) Operazioni effettuate dalla Banca d'Italia mediante acquisti temporanei dei BOT emessi. Il tasso applicato è quello dell'asta corrispondente alla data dell'operazione. — (3) Operazioni pronti contro termine effettuate con il metodo dell'asta competitiva. — (4) Non è stata resa nota al mercato l'offerta in acquisto di titoli della Banca d'Italia.

## Base monetaria (\*)

(dati in miliardi di lire)

DATA	CREAZIONE				TOTALE (1)	UTILIZZO			
	Estero	Tesoro (1)	Rifinanziamento	Altri settori		Pubblico (1)	Aziende di credito		
							riserva obbligatoria	deposito eccedenza massimale	liquidità
<b>Consistenze di fine mese</b>									
1980 — dic . . . . .	14.430	51.399	2.443	-3.151	65.121	25.325	34.435	627	4.734
1981 — dic . . . . .	14.455	64.935	2.998	-8.710	73.678	29.755	37.381	1.448	5.094
1982 — ago . . . . .	13.285	66.244	3.220	-6.439	76.310	29.268	42.701	1.175	3.166
set. (2) . . . . .	12.666	67.556	3.721	-6.451	77.492	29.281	43.034	1.252	3.925
ott. (2) . . . . .	10.110	72.855	3.510	-6.896	79.579	29.478	44.118	1.104	4.879
nov. (2) . . . . .	8.203	75.599	3.601	-7.229	80.174	30.159	44.838	634	4.543
dic. . . . .	8.808	77.336	3.639	-5.752	84.031	33.283	45.926	929	3.893
1983 — gen. . . . .	9.623	80.189	5.592	-6.245	89.159	30.904	53.601	1.610	3.044
feb. . . . .	8.981	81.584	4.208	-5.893	88.880	30.885	52.672	2.261	3.062
mar. . . . .	8.457	82.724	3.572	-6.124	88.629	31.466	51.867	1.574	3.722
apr. . . . .	10.505	78.876	5.042	-6.162	88.261	31.537	51.199	2.333	3.192
mag. . . . .	11.603	77.596	5.136	-6.545	87.790	31.069	51.242	2.308	3.171
giu. . . . .	14.564	73.797	6.084	-5.015	89.430	32.361	50.853	2.848	3.368
lug. (3) . . . . .	17.456	74.954	7.099	-5.887	93.622	35.202	52.428	2.773	3.219
ago. (3) . . . . .	17.481	73.104	5.669	-6.542	89.712	32.859	53.047	134	3.672
set. (3) . . . . .	16.648	72.010	7.090	-6.176	89.572	33.027	53.844	28	2.673
<b>Variazioni</b>									
1980 . . . . .	704	10.086	-2.810	-24	7.956	3.670	3.046	626	614
1981 . . . . .	25	13.637	555	-5.660	8.557	4.430	2.946	821	360
1982 . . . . .	-5.647	12.688	641	2.671	10.353	3.528	8.545	-519	-1.201
1982 — set. . . . .	-619	1.312	501	-12	1.182	13	333	77	759
ott. . . . .	-2.556	5.299	-211	-445	2.087	197	1.084	-148	954
nov. . . . .	-1.907	2.744	91	-333	595	681	720	-470	-336
dic. . . . .	605	1.737	38	1.477	3.857	3.124	1.088	295	-650
1983 — gen. . . . .	815	3.878	1.953	-1.518	5.128	-2.379	7.675	681	-849
feb. . . . .	-642	1.395	-1.384	352	-279	-19	-929	651	18
mar. . . . .	-524	1.140	-636	-231	-251	581	-805	-687	660
apr. . . . .	2.048	-3.848	1.470	-38	-368	71	-668	759	-530
mag. . . . .	1.098	-1.280	94	-383	-471	-468	43	-25	-21
giu. . . . .	2.961	-3.799	948	1.530	1.640	1.292	-389	540	197
lug. (3) . . . . .	2.892	1.157	1.015	-872	4.192	2.841	1.575	-75	-149
ago. (3) . . . . .	25	-1.850	-1.430	-655	-3.910	-2.343	619	-2.639	453
set. (3) . . . . .	-833	-1.094	1.421	366	-140	168	797	-106	-999

(\*) La composizione per settori della base monetaria non è corretta per le poste indicate alla Tav. 8 relativa ai BOT venduti con le anticipazioni ex DM 27.9.1974. — (1) Esclusa la raccolta postale. — (2) I dati non trovano riscontro nella situazione dei conti BI-UIC poiché sono il risultato di una ricostruzione eseguita tenendo conto delle scritturazioni sospese causate dalle agitazioni sindacali dei dipendenti dell'istituto. — (3) Dati stimati.

## Tassi d'interesse

D A T A	Tassi sui crediti da BI-UIC		Tassi di rendimento dei BOT (2) a:				Tassi sui conti interbancari (4)
	base	effettivi su antic. scad. fissa (1)	3 mesi	6 mesi	12 mesi	media (3)	
1979 — dic. ....	15,00	17,56	16,57	15,67	14,55	12,51	14,57
1980 — dic. ....	16,50	—	16,77	17,02	16,14	15,92	17,36
1981 — dic. ....	19,00	19,23	22,08	21,36	19,98	19,70	20,67
1982 — ago. ....	18,00	22,00	18,31	19,01	19,33	18,89	19,96
set. ....	»	18,43	17,54	17,67	18,62	17,95	19,09
ott. ....	»	20,75	18,07	18,07	18,62	18,22	18,76
nov. ....	»	19,81	19,54	19,09	18,62	19,26	18,91
dic. ....	»	21,00	19,51	19,11	18,55	19,17	19,05
1983 — gen. ....	»	20,87	19,51	19,09	18,62	19,16	19,07
feb. ....	»	20,87	18,99	19,09	18,62	18,98	19,14
mar. ....	»	20,64	18,56	18,88	18,57	18,73	19,12
apr. ....	17,00	—	17,79	18,22	18,22	18,17	18,70
mag. ....	»	19,30	17,34	17,61	17,94	17,64	18,16
giu. ....	»	20,00	17,34	17,33	17,94	17,48	18,03
lug. ....	»	19,16	17,34	17,35	17,94	17,50	17,90
ago. ....	»	19,52	17,34	17,23	17,88	17,48	17,87
set. (5) ....	»	19,71	17,06	17,18	17,88	17,41	17,82

D A T A	Tassi bancari (4)					Tassi di rendimento	
	Prestiti in lire			Depositi		Obbliga- zioni mobiliari	BTP
	Prime rate ABI	minimo	normale	massimo	normale		
1979 — dic. ....	19,50	16,91	20,05	12,94	9,66	14,27	13,93
1980 — dic. ....	21,00	20,24	23,36	16,31	11,59	16,30	16,17
1981 — dic. ....	22,50	22,23	25,37	18,73	13,33	21,00	21,34
1982 — ago. ....	21,75	21,72	25,11	18,98	13,61	20,20	20,12
set. ....	20,75	21,07	24,74	18,59	13,28	19,80	19,15
ott. ....	»	20,89	24,63	18,53	13,25	19,66	19,31
nov. ....	»	20,87	24,60	18,57	13,29	19,96	19,84
dic. ....	»	20,85	24,54	18,60	13,31	19,86	19,62
1983 — gen. ....	»	20,83	24,34	18,66	13,34	19,55	19,33
feb. ....	20,00	20,43	23,99	18,24	12,89	19,21	19,18
mar. ....	»	20,19	23,83	18,14	12,93	18,28	18,76
apr. ....	19,50	19,93	23,71	18,02	13,00	17,77	18,21
mag. ....	18,75	19,35	23,43	17,59	12,52	17,92	18,29
giu. ....	»	19,06	23,23	17,43	12,28	17,90	18,39
lug. ....	»	19,02	23,20	17,39	12,18	17,64	18,42
ago. ....	»	18,98	23,21	17,39	12,12	17,50	18,11
set. (5) ....	»	18,93	23,19	17,25	12,10	17,47	17,79

(1) Tasso medio ponderato in relazione alle maggiorazioni applicate. — (2) Riferiti alle sole emissioni con asta pubblica di fine mese. Tassi annui posticipati, anno civile, formula dell'interesse composto. — (3) Media ponderata dei tassi di aggiudicazione alle aste pubbliche. — (4) Con l'esclusione del prime rate ABI, i tassi sono ottenuti dalle segnalazioni decadali e calcolati come media mensile centrata. Per la definizione dei tassi d'interesse bancari si veda il supplemento al bollettino sulle aziende di credito. — (5) Dati provvisori.

## Principali voci di situazione delle aziende di credito

(consistenze in miliardi di lire)

ATTIVO									
D A T A	Riserve bancarie (1)	Crediti					Soffe- renze (4)	Conti intercreditizi	
		Impieghi		Accetta- zioni ban- carie	BOT (2)	Altri titoli (3)		di cui: ICS	
		in lire	in valuta						
1980 — dic.....	39.008	110.966	14.597	1.156	33.597	78.611	5.773	59.042	4.759
1981 — dic.....	43.013	125.277	15.797	1.381	36.805	82.597	7.046	72.549	6.598
1982 — ago.....	46.006	126.122	17.340	696	44.604	87.078	8.442	58.045	6.410
set.....	47.187	125.694	17.335	944	46.150	94.374	8.542	59.563	6.692
ott.....	49.065	128.977	17.512	891	46.133	96.157	8.773	61.633	6.825
nov.....	49.065	130.755	16.924	906	46.248	96.541	9.019	68.436	6.895
dic.....	49.849	137.864	16.500	948	50.923	101.032	9.266	85.052	7.512
1983 — gen.....	56.993	137.428	17.216	717	39.829	98.661	9.583	61.241	7.344
feb.....	56.753	137.234	17.321	508	38.596	98.645	9.769	59.996	7.209
mar.....	55.991	139.123	18.117	434	35.762	98.952	9.937	63.439	6.963
apr.....	55.459	140.389	19.434	435	41.781	101.241	10.144	61.828	7.241
mag.....	55.478	139.585	21.196	433	39.651	104.760	10.406	61.997	6.836
giu.....	55.792	140.147	21.350	472	43.507	107.472	10.331	65.083	6.996
lug. (*) ..	57.179	147.456	22.000	354	47.135	108.343	10.595	61.815	6.834
ago. (*) ..	55.738	144.399	21.138	330	47.022	113.657	10.896		

PASSIVO									
D A T A	Depositi (5)		Altra raccolta all'in- terno (6)	Crediti da BI-UIC	Conti intercreditizi		Patri- monio	Posi- zione netta sull'estero (7)	Accetta- zioni bancarie rilasciate (8)
	di cui: in conto corrente				di cui: ICS				
1980 — dic.....	254.341	141.401	1.900	2.427	52.791	5.377	12.462	14.194	2.535
1981 — dic.....	277.771	152.953	2.066	2.981	63.346	5.039	16.758	15.186	3.572
1982 — ago.....	276.841	149.211	2.248	3.207	53.974	5.431	20.664	16.535	3.427
set.....	281.993	152.681	2.287	3.707	55.891	6.120	21.402	16.341	3.501
ott.....	285.488	154.777	2.211	3.496	59.608	4.796	21.422	13.731	3.103
nov.....	291.758	159.212	2.430	3.584	57.642	3.951	21.463	14.681	2.952
dic.....	328.450	180.047	2.318	3.624	75.221	6.634	21.309	13.957	2.710
1983 — gen.....	319.409	170.864	2.367	5.577	56.626	6.324	21.452	15.210	2.538
feb.....	316.575	168.364	2.342	4.176	52.991	5.834	21.500	14.696	2.393
mar.....	315.747	167.513	2.654	3.555	53.901	4.783	22.278	16.137	2.508
apr.....	316.883	168.302	2.675	5.025	54.751	4.375	23.849	16.936	2.541
mag.....	315.231	166.460	2.658	5.122	53.156	4.222	25.412		2.465
giu.....	321.283	171.568	3.048	6.069	56.816	5.284	28.647		2.231
lug. (*) ..	323.992	173.474	3.000	7.084	55.914	4.119	28.697		1.789
ago. (*) ..	327.824	175.076		5.654					1.562

(1) Comprende la liquidità, la riserva obbligatoria, il contante a cauzione assegni e il deposito infruttifero a fronte degli sconfinamenti dal massimale. Per i mesi di settembre, ottobre e novembre 1982 i dati relativi alla liquidità sono il risultato di una ricostruzione eseguita tenendo conto delle scritturazioni sospese causate dalle agitazioni sindacali dei dipendenti della Banca d'Italia. — (2) Al valore nominale. — (3) Titoli italiani ed esteri in lire per negoziazione, investimento e riporto ai valori di bilancio. Sono escluse le azioni. — (4) Compresi gli effetti propri insoluti e al proteato. — (5) Depositi in lire di clientela ordinaria residente. — (6) Conti in valuta di residenti e fondi di terzi in amministrazione. — (7) Fonte UIC. — (8) Le accettazioni bancarie rilasciate fanno parte dei crediti di firma; solo quelle acquistate dalle aziende di credito rappresentano una effettiva erogazione di fondi da parte del sistema bancario. — (\*) Dati provvisori.



### Impieghi per rami di attività economica e categorie di imprese

(consistenze in miliardi di lire)

V O C I	AZIENDE DI CREDITO					ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE				
	Consistenze a giugno 1983	Variazioni percentuali nei 12 mesi terminanti a:				Consistenze a giugno 1983	Variazioni percentuali nei 12 mesi terminanti a:			
		dic. 81	giu. 82	dic. 82	giu. 83		dic. 81	giu. 82	dic. 82	giu. 83
Agricoltura, foreste e pesca ..	5.694	16,8	12,7	11,0	15,6	4.814	28,4	24,0	21,2	20,6
Industrie estrattive .....	1.804	39,9	-49,2	21,9	52,4	530	-41,8	54,0	24,8	54,5
Industrie manifatturiere .....	72.409	14,9	17,4	6,5	15,6	31.029	13,3	8,8	11,1	10,0
alimentari e affini .....	7.847	13,8	10,3	5,9	10,6	3.743	21,2	16,6	16,5	20,7
tessili .....	6.320	18,4	14,5	8,7	16,9	2.002	6,0	8,9	18,3	8,2
vestiario e abbigliamento ..	2.327	17,6	20,9	17,0	25,8	365	24,4	28,6	33,2	30,3
calzature, pelli e cuoio ....	2.220	20,0	21,0	13,9	14,4	323	25,7	29,9	34,8	25,4
legno, mobilio e arredamento in legno .....	3.651	16,0	12,9	10,5	15,2	771	15,0	14,6	19,1	14,2
metallurgiche .....	6.146	1,9	-3,9	-3,0	13,0	2.764	3,0	-2,7	-6,1	-4,5
meccaniche .....	18.485	14,3	8,8	6,2	16,3	9.103	35,6	29,5	21,2	12,8
mezzi di trasporto .....	5.288	6,4	4,6	13,7	25,9	3.644	29,0	3,5	-2,0	13,1
lavorazione minerali non metalliferi .....	3.700	27,1	20,6	17,0	20,6	1.741	10,1	22,0	23,6	19,8
chimiche, derivati del petrolio e del carbone .....	9.812	22,2	4,5	-2,6	11,4	4.448	-13,6	-15,5	2,9	-3,3
carta, poligrafiche e foto cinematografiche .....	3.447	21,0	17,7	9,9	17,0	1.106	14,1	12,2	7,6	11,6
gomma, materie plastiche e varie .....	3.166	14,3	12,2	14,9	11,5	1.019	8,1	13,7	14,6	21,9
Industrie delle costruzioni ...	14.284	13,7	11,9	14,9	20,6	11.991	36,1	24,6	12,1	19,2
Industrie elettriche, gas e acqua .....	1.469	33,9	20,1	-5,8	-39,3	2.135	19,2	118,7	93,5	17,5
Commercio, alberghi e pubblici esercizi .....	29.430	23,3	16,0	13,2	21,0	10.244	39,8	41,6	31,4	23,2
Trasporti e comunicazioni ...	4.843	9,9	12,3	15,9	25,8	12.584	14,6	14,4	8,6	8,9
Servizi vari e gestione finanziaria di imprese .....	4.281	-10,3	-7,6	16,7	44,2	1.820	71,6	80,0	5,9	-24,3
Imprese finanziarie e assicurative .....	5.090	11,4	7,3	22,8	37,1	2.777	72,2	90,2	49,0	11,5
<b>TOTALE IMPRESE ...</b>	<b>139.304</b>	<b>16,0</b>	<b>9,6</b>	<b>9,9</b>	<b>18,2</b>	<b>77.924</b>	<b>18,7</b>	<b>24,2</b>	<b>18,6</b>	<b>11,5</b>
di cui: Pubbliche .....	16.326	-1,2	-8,2	9,7	16,9	19.883	10,6	6,5	3,6	0,1
Principali private ..	22.459	6,5	1,5	-2,0	10,1	15.334	26,5	28,1	38,8	18,4
Rimanenti .....	100.519	22,6	15,6	13,1	20,4	42.707	14,9	17,4	6,5	15,6

Fonte: Centrale dei Rischi.

## Emissioni nette di valori mobiliari

(miliardi di lire)

PERIODO	EMITTENTI				Totale titoli di Stato e obbliga- zioni	INVESTITORI			
	Settore pubblico	I.C.S.	Enti pubblici e imprese			BI-UIC	Cassa D.D.P.P.	Aziende di credito	Altri
1978 .....	19.716	4.763	1.155	25.634	5.781	-66	13.511	6.408	2.985
1979 .....	9.194	4.656	643	14.493	-2.772	206	11.953	5.106	2.732
1980 .....	-1.893	5.647	264	4.018	821	1.175	2.931	-909	3.085
1981 .....	7.538	7.508	703	15.749	1.492	376	5.095	8.786	7.186
1982 .....	23.661	8.147	4.415	36.223	-273	-94	19.744	16.846	6.005
1981 — I trim. .	1.227	844	-269	1.802	262	471	-727	1.796	1.390
II » .	2.952	1.874	305	5.131	1.114	-38	1.924	2.131	1.865
III » .	385	2.407	587	3.379	37	-30	1.447	1.925	313
IV » .	2.974	2.383	80	5.437	79	-27	2.451	2.934	3.618
1982 — I trim. .	2.276	1.312	2.778	6.366	-1.267	16	587	7.030	1.387
II » .	912	2.331	610	3.853	1.982	-14	1.013	872	867
III » .	6.226	5.226	1.213	12.665	-5.001	111	11.107	6.448	476
IV » .	14.247	-722	-186	13.339	4.013	-207	7.037	2.496	3.275
1983 — I trim. .	10.734	-289	1.184	11.629	480	-54	-2.859	14.062	365
II » .	15.894	1.823	-169	17.548	-3.046	-32	8.326	12.300	540
1982 — ago. ....	1.329	615	359	2.303	-3.462	-13	3.619	2.159	97
set. ....	6.039	4.120	917	11.076	211	137	7.239	3.489	190
ott. ....	6.018	-622	-122	5.274	210	-6	1.920	3.150	615
nov. ....	5.777	-148	35	5.664	2.883	-198	209	2.770	270
dic. ....	2.452	48	-99	2.401	920	-3	4.908	-3.424	2.390
1983 — gen. ....	1.488	-648	397	1.237	827	-17	-3.225	3.652	90
feb. ....	4.653	14	-8	4.659	486	-30	-713	4.916	230
mar. ....	4.593	345	795	5.733	-833	-7	1.079	5.494	45
apr. ....	6.263	-5	-218	6.040	-1.567	-3	2.476	5.134	90
mag. ....	6.203	905	88	7.196	196	-14	2.739	4.275	180
giu.(*) ..	3.428	923	-39	4.312	-1.675	-15	3.111	2.891	270
lug.(*) ..	4.575	-342	575	4.808	186	-	597	4.025	250
ago.(*) .	8.116	106	-19	8.203	-2.520	-	6.051	4.672	90

(\*) Dati provvisori.

## Principali voci di situazione degli istituti di credito speciale

(consistenze in miliardi di lire)

A T T I V O									
D A T A	Cassa e disponibilità		Titoli di Stato	Impieghi					Altre voci a saldo
	di cui c/o aziende di credito			sull'interno (1)	di cui: mobiliari	di cui: fondiari	sull'estero	per c/ Tesoro	
1980 — dic.....	4.382	6.122	2.205	68.644	37.036	19.270	2.816	11.403	770
1981 — dic.....	4.014	4.854	2.857	81.877	44.926	22.686	3.637	10.572	1.489
1982 — ago. ....	4.987	5.744	6.866	91.533	51.633	24.777	4.167	10.223	-1.831
set. ....	6.246	7.452	10.282	92.229	51.755	25.074	4.274	10.223	-2.406
ott. ....	4.236	5.038	10.962	92.871	51.671	25.359	4.469	10.223	-1.919
nov. ....	3.038	3.815	10.623	93.863	52.131	25.641	4.387	10.190	-876
dic.....	4.600	5.452	8.148	96.530	53.859	25.974	4.360	9.913	562
1983 — gen. ....	4.395	5.196	10.156	96.824	53.676	26.132	4.273	9.913	-2.501
feb.....	4.318	4.975	10.250	97.264	53.579	26.448	4.249	9.913	-2.417
mar. ....	3.906	4.751	10.063	98.674	54.430	26.877	4.327	9.913	-2.395
apr. ....	3.122	3.808	10.017	99.377	54.733	27.221	4.318	9.913	-1.687
mag.....	2.975	3.681	9.712	100.201	54.783	27.523	4.389	9.909	-1.270
giu.....	3.459	4.573	9.992	100.910	55.138	27.719	4.509	9.593	26
lug.....	4.052	4.704	11.278	101.524	55.218	28.023	4.487	9.595	-2.251
ago. ....	2.727	3.126	12.108	103.005	55.932	28.421	4.752	9.597	-2.493
P A S S I V O									
D A T A	Depositi a risparmio	Obbligazioni				C/c con aziende di credito	Fondi pubblici	Medio-credito centrale	Prestiti esteri (2)
		Ordinarie	di cui: mobiliari	di cui: fondiarie	per c/ Tesoro				
1980 — dic.....	7.444	60.977	29.623	20.557	11.714	3.441	2.680	1.697	4.007
1981 — dic.....	9.515	68.863	32.374	24.411	10.904	4.864	3.091	2.097	5.952
1982 — ago. ....	15.211	73.671	33.753	26.839	10.247	3.941	3.268	2.287	8.077
set. ....	16.749	77.809	35.611	28.394	10.029	3.462	3.497	2.285	8.223
ott. ....	17.005	77.193	35.286	28.210	10.027	3.343	3.387	2.261	8.428
nov. ....	17.252	77.062	35.272	28.078	10.017	3.527	3.446	2.320	8.378
dic.....	18.060	77.172	34.809	28.364	10.015	4.022	3.712	2.379	9.605
1983 — gen. ....	18.401	76.532	34.004	28.505	9.518	3.830	3.743	2.358	9.479
feb.....	17.817	76.589	33.904	28.588	9.507	4.439	3.811	2.358	9.713
mar. ....	18.765	76.942	34.055	28.740	9.487	3.591	4.063	2.382	10.103
apr. ....	18.871	76.968	33.771	28.980	9.479	3.784	4.029	2.360	10.255
mag.....	18.915	77.914	34.055	29.372	9.471	3.582	4.224	2.369	10.147
giu.....	19.709	78.874	34.270	29.713	9.471	3.606	4.359	2.320	11.264
lug.....	19.551	78.547	33.762	29.772	9.152	3.579	4.400	2.295	11.813
ago. ....	19.361	78.658	33.688	29.945	9.139	3.650	4.651	2.341	12.295

(1) Escluso finanziamento ammassi obbligatori. — (2) Al lordo di variazioni del tasso di cambio.

### Aggregati monetari e loro contropartite

(variazioni in miliardi di lire)

V O C I	1980	1981	1982		1983			
			Anno	gen.-giu.	aprile	maggio	giugno	gen.-giu.
<b>A) Banca d'Italia e Ufficio italiano dei cambi</b>								
<b>ATTIVITÀ</b>								
Estero (a1) .....	671	8	-5.582	-3.889	2.082	1.179	2.865	5.809
Settore statale (a2) .....	9.818	9.797	11.425	3.058	-3.850	-1.274	-3.835	-2.566
Aziende di credito (a3) .....	-3.106	475	1.048	445	1.628	596	732	2.878
Istit. di credito speciale (a4) ..	793	161	124	-469	33	-25	-406	-358
Altre partite (a5) .....	-671	-1.911	3.662	3.317	-105	-440	2.065	55
<b>PASSIVITÀ</b>								
Pubblico (a6) .....	3.618	4.373	3.443	-1.062	60	-478	1.293	-976
Aziende di credito (a7) .....	3.887	4.157	7.234	3.524	-272	514	128	6.794
<b>B) Aziende di credito</b>								
<b>ATTIVITÀ</b>								
BI-UIC (b1=a7) .....	3.887	4.157	7.234	3.524	-272	514	128	6.794
Estero (b2) .....	-6.929	1.525	3.061	1.069	-872	-2.423	366	-4.739
Settore statale (b3) .....	7.528	2.740	26.857	-2.108	8.474	563	5.321	-807
Pubblico (b4) .....	20.195	14.672	15.611	-777	2.630	798	945	6.238
Istit. di credito speciale (b5) ..	5.278	7.239	4.392	2.295	554	437	800	1.127
Altre partite (b6) .....	-3.332	-6.007	-5.129	-7.918	-7.833	-942	-741	-13.299
<b>PASSIVITÀ</b>								
Pubblico: conti cor. (b7) ...	18.424	11.973	27.393	-4.440	706	-1.839	5.046	-8.974
dep. a risp. (b8) ..	11.309	11.878	23.585	80	347	190	1.041	1.410
BI-UIC (b9=a3) .....	-3.106	475	1.048	445	1.628	596	732	2.878

**Aggregati monetari e loro contropartite**  
(variazioni in miliardi di lire)

V O C I	1980	1981	1982		1983			
			Anno	gen.-giu.	aprile	maggio	giugno	gen.-giu.
<b>C) Settore statale</b>								
FABBISOGNO INT. (c1)	36.331	50.353	69.056	27.521	8.961	6.315	4.734	33.259
PASSIVITÀ NEI CONFRONTI DI:								
Pubblico								
Risp. post.: conti corr. (c2)	-1.680	952	1.167	-47	42	214	-164	563
dep. a risp. (c3)	3.695	1.782	2.833	34	-26	-	30	230
BOT (c4)	16.184	24.744	11.256	20.831	1.484	2.725	1.183	15.680
Altri titoli di Stato (c5)	17	4.932	8.957	3.993	4.318	3.106	2.613	19.387
BI-UIC (c6=a2)	9.818	9.797	11.425	3.058	-3.850	-1.274	-3.835	-2.566
Aziende di credito (c7=b3)	7.528	2.740	26.857	-2.108	8.474	563	5.321	-807
Altri (c8)	769	5.406	6.561	1.760	-1.481	981	-414	772
<b>D) Aggregati monetari e loro contropartite</b> (conto consolidato degli organismi creatori di liquidità)								
<b>AGGREGATI MONETARI</b>								
M1 (d1=a6+b7+c2)	20.362	17.298	32.003	-5.549	808	-2.103	6.175	-9.387
Dep. a risp. (d2=b8+c3)	15.004	13.660	26.418	114	321	190	1.071	1.640
M2 (d3=d1+d2)	35.366	30.958	58.421	-5.435	1.129	-1.913	7.246	-7.747
BOT (d4=c4)	16.184	24.744	11.256	20.831	1.484	2.725	1.183	15.680
M3 (d5=d3+d4)	51.550	55.702	69.677	15.396	2.613	812	8.429	7.933
<b>FONTI DI CREAZIONE</b>								
Esteri (d6=a1+b1)	-6.258	1.533	-2.521	-2.820	1.210	-1.244	3.231	1.070
Settore Statale								
(d7=c1-c5-c8)	35.545	40.015	53.538	21.768	6.124	2.228	2.535	13.100
Pubblico (d8=b4)	20.195	14.672	15.611	-777	2.630	798	945	6.238
Ist. di credito speciale								
(d9=a4+b5)	6.071	7.400	4.516	1.826	587	412	394	769
Altre (d10=a5+b6)	-4.003	-7.918	-1.467	-4.601	-7.938	-1.382	1.324	-13.244

**Attività liquide del pubblico**  
(consistenze in miliardi di lire; variazioni percentuali)

D A T A	Consistenze di fine periodo			Tassi percentuali di fine periodo					
	M1 (1)	M2 (2)	M3 (3)	M1		M2		M3	
				3 mesi (4)	12 mesi	3 mesi (4)	12 mesi	3 mesi (4)	12 mesi
1978 — dic. ....	122.879	231.091	241.652	4,4	26,4	4,1	23,0	4,8	24,2
1979 — dic. ....	151.786	278.173	297.674	4,5	23,5	3,9	20,4	5,1	23,2
1980 — dic. ....	172.149	313.540	349.224	4,5	13,4	4,1	12,7	5,4	17,3
1981 — lug. ....	168.113	306.540	364.466	1,4	10,2	1,6	10,1	3,9	16,7
ago. ....	163.619	303.074	363.088	0,6	9,0	1,3	9,3	3,7	16,5
set. ....	165.780	305.375	367.343	1,0	10,5	1,4	10,0	4,0	17,6
ott. ....	166.450	306.793	370.360	1,6	8,5	2,0	9,0	4,4	16,9
nov. ....	166.726	307.876	372.818	2,1	7,4	2,2	8,2	4,5	16,1
dic. ....	189.446	344.496	404.925	3,7	10,0	3,7	9,9	4,6	15,9
1982 — gen. ....	181.091	335.906	403.085	4,5	9,3	4,1	9,3	4,2	15,9
feb. ....	179.342	333.575	404.779	3,8	8,2	3,6	8,9	3,2	15,5
mar. ....	179.098	333.726	407.446	0,8	7,2	1,6	8,6	2,0	14,9
apr. ....	180.083	334.981	411.008	0,4	8,0	1,4	9,4	1,9	15,4
mag. ....	179.115	333.778	413.580	1,5	8,0	2,3	9,6	3,3	15,8
giu. ....	183.896	339.061	420.320	3,6	9,4	3,5	10,6	4,8	16,5
lug. ....	187.195	343.163	423.589	4,5	11,4	4,0	11,9	4,7	16,2
ago. ....	184.998	342.916	424.966	5,2	13,1	4,5	13,1	4,9	17,0
set. ....	188.837	348.403	427.881	5,1	13,9	4,7	14,1	4,1	16,5
ott. ....	191.510	352.467	429.210	5,1	15,1	4,7	14,9	4,2	15,9
nov. ....	197.484	360.370	435.597	6,9	18,4	5,7	17,1	4,3	16,8
dic. ....	221.448	402.917	474.601	6,3	16,9	6,2	17,0	5,2	17,2
1983 (*) gen. ....	211.241	392.985	469.665	5,8	16,6	5,9	17,0	4,7	16,5
feb. ....	207.869	389.372	469.447	1,6	15,9	3,4	16,7	2,5	16,0
mar. ....	207.181	388.708	470.906	-0,2	15,7	1,2	16,5	0,6	15,6
apr. ....	207.989	389.837	472.727	-0,6	15,5	0,9	16,4	0,7	15,0
mag. ....	205.913	387.950	473.518	0,7	15,0	1,6	16,3	1,8	14,5
giu. ....	212.277	395.288	484.125	3,5	15,3	3,6	16,6	4,5	15,2
lug. ....	217.419	401.502	489.754	5,1	16,1	4,6	17,0	5,3	15,6
ago. ....	216.786	403.099	492.465	7,3	17,2	6,0	17,6	6,4	15,9

(1) Biglietti e monete, depositi in c/c. — (2) Biglietti e monete, depositi in c/c e a risparmio. — (3) Biglietti e monete, depositi in c/c e a risparmio, BOT. — (4) Calcolati su dati depurati dei fattori stagionali. (\*) Dati provvisori.

## Attività finanziarie del pubblico e loro contropartite

(variazioni in miliardi di lire)

P E R I O D O	Attività finanziarie	Finanziamenti al pubblico da:						Settore statale (3)	Esteri (4)	Partite non classificabili
		aziende di credito (1) (2)	istituti di credito speciale (2)	obbligaz. e accettazioni bancarie	finanziamenti statali	azioni	estero			
1978 .....	57.029	8.742	7.375	1.144	6.436	2.447	1.856	26.968	5.306	-3.245
1979 .....	63.631	20.256	6.886	198	2.234	2.643	2.798	26.130	934	1.552
1980 .....	56.859	21.681	9.037	1.468	5.361	2.715	4.543	28.253	-10.145	-6.054
1981 .....	75.937	14.246	13.561	1.273	8.088	4.593	9.296	41.245	-7.675	-8.690
1982 .....	90.344	13.526	14.087	3.965	12.068	3.917	2.526	55.326	-10.178	-4.983
1981 — I trim. .	10.189	1.335	3.395	1.143	993	1.183	1.763	10.118	-4.516	-5.225
II » .	12.159	2.524	2.110	272	1.116	1.845	2.874	6.676	-2.751	-2.507
III » .	12.505	1.099	4.058	808	3.359	94	1.221	8.165	3.279	-9.578
IV » .	41.084	9.288	3.998	-950	2.620	1.471	3.438	16.286	-3.687	8.620
1982 — I trim. .	8.517	-2.589	3.574	2.885	2.030	948	812	11.151	-5.284	-5.010
II » .	16.106	592	3.340	978	2.079	954	1.796	12.088	-1.973	-3.748
III » .	14.193	3.617	3.974	1.086	1.424	199	392	20.556	1.336	-18.391
IV » .	51.529	11.906	3.199	-984	6.535	1.816	-474	11.531	-4.257	22.257
1983 — I trim. .	11.269	2.508	2.810	1.489	2.062	140	458	10.770	-2.834	-6.134
II » .	26.162	4.611	1.331	-492	5.227	97	-2.494	15.534	1.891	457
1982 — giu. ....	11.288	1.108	969	890	1.168	224	1.073	852	-647	5.651
lug. ....	5.317	4.383	1.771	67	351	144	474	8.689	416	-10.978
ago. ....	2.926	-679	1.540	277	353	91	-328	4.889	1.456	-4.673
set. ....	5.950	-87	663	742	720	-36	246	6.978	-536	-2.740
ott. ....	4.835	3.266	152	-468	1.218	611	125	6.987	-1.688	-5.368
nov. ....	9.179	1.460	539	-132	1.819	232	239	2.066	-2.062	5.018
dic. ....	37.515	7.180	2.508	-384	3.498	973	-838	2.478	-507	22.607
1983 (*) gen. ....	-1.112	161	538	450	346	58	243	1.616	-835	-3.689
feb. ....	3.872	-65	668	56	1.412	114	158	5.204	-936	-2.739
mar. ....	8.509	2.412	1.604	983	304	-32	57	3.950	-1.063	294
apr. ....	7.607	2.638	628	-194	1.096	-143	-591	8.345	102	-4.274
mag. ....	4.656	997	313	14	1.234	-30	251	4.993	89	-3.205
giu. ....	13.899	976	390	-312	2.897	270	-2.154	2.196	1.700	7.936
lug. ....	10.009	7.639	615	251	628	250	-430	7.061	1.600	-7.605
ago. ....	6.984	-4.119	1.483	-221	200	90	....	5.764	1.600	....

(1) Inclusive le accettazioni acquistate dalle aziende di credito. I dati relativi ai finanziamenti in valuta sono depurati dell'effetto di variazioni del tasso di cambio. — (2) Compresa le sofferenze, effetti insoluti e rate arretrate. — (3) Indebitamento netto di Tesoro, Cassa DD.PP., Cassa per il Mezzogiorno e aziende autonome. Esclusi debiti esteri. — (4) Saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti valutaria. — (\*) Dati provvisori.

## Credito totale interno (1)

(variazioni in miliardi di lire; tassi d'incremento)

PERIODO	Credito totale interno	Finanziamento al pubblico (2)	Fabbisogno del settore statale (3)	Credito totale interno		Finanziamenti al pubblico	
				3 mesi (4)	12 mesi	3 mesi (4)	12 mesi
1978 .....	49.240	17.533	31.707	—	20,6	—	12,7
1979 .....	53.248	24.745	28.503	—	18,5	—	16,1
1980 .....	63.154	29.146	34.008	—	18,5	—	16,3
1981 .....	72.771	27.867	44.904	—	17,9	—	13,4
1982 .....	100.477	32.513	67.964	—	20,9	—	13,8
1981 — lug. ....	11.480	5.743	5.737	3,8	19,1	3,1	15,8
ago. ....	-933	-1.126	193	2,6	18,8	2,4	14,9
set. ....	3.748	-1.225	4.973	3,6	19,4	2,1	13,6
ott. ....	11.581	5.362	6.219	3,7	18,9	2,2	13,9
nov. ....	9.237	3.035	6.202	5,5	18,6	3,1	13,8
dic. ....	11.885	8.379	3.506	5,7	17,9	4,3	13,4
1982 — gen. ....	3.397	-113	3.510	4,8	17,5	4,0	12,4
feb. ....	6.292	819	5.473	4,1	17,1	3,0	12,1
mar. ....	7.738	3.688	4.050	4,4	18,0	3,4	13,3
apr. ....	9.288	1.583	7.705	5,1	18,5	3,2	13,0
mag. ....	5.348	886	4.462	5,0	18,4	3,6	12,6
giu. ....	4.521	2.532	1.989	4,4	19,3	3,2	13,6
lug. ....	15.443	5.758	9.685	4,8	19,7	3,4	13,2
ago. ....	6.114	857	5.257	5,1	21,3	3,9	14,2
set. ....	9.442	1.477	7.965	6,2	22,4	3,8	15,5
ott. ....	11.500	3.454	8.046	5,5	21,8	3,1	14,3
nov. ....	5.872	2.008	3.864	4,9	20,6	2,6	13,7
dic. ....	15.523	9.565	5.958	4,5	20,9	2,8	13,8
1983 (*) gen. ....	2.480	548	1.932	3,8	20,5	3,7	14,1
feb. ....	6.784	191	6.593	4,0	20,4	3,1	13,8
mar. ....	9.108	4.440	4.668	3,8	20,3	3,4	13,8
apr. ....	11.710	2.912	8.798	5,0	20,4	3,3	14,3
mag. ....	7.375	1.237	6.139	5,2	20,6	4,1	14,4
giu. ....	5.880	1.210	4.670	4,7	20,7	3,1	13,7
lug. ....	18.212	8.565	9.647	4,9	20,6	3,6	14,5
ago. ....	6.307	-2.955	9.262	4,8	20,4	2,3	12,9

(1) Il Credito totale interno comprende gli impieghi delle aziende di credito in lire e in valuta (depurati dell'effetto di variazioni del tasso di cambio e dell'ammontare degli impieghi bancari utilizzati per finanziare il deposito infruttifero sui pagamenti all'estero), gli impieghi degli istituti di credito speciale, le emissioni obbligazionarie da parte delle imprese e degli enti territoriali, il fabbisogno del settore statale (Tesoro, Cassa DD.PP., Cassa per il Mezzogiorno e aziende autonome) al netto dei finanziamenti del Tesoro alle istituzioni creditizie. — (2) Includono i consolidamenti di debiti pregressi di cui alla nota (3). — (3) Al netto dei finanziamenti alle istituzioni creditizie, dei consolidamenti di debiti pregressi e del debito estero. — (4) Calcolati su dati depurati dei fattori stagionali. — (\*) Dati provvisori.



## Principali provvedimenti di politica economica

### 1982

#### 21 dicembre — Provvedimenti fiscali: Conferma di inasprimenti di imposte.

Sono prorogati per il 1983 l'aumento dell'80 per cento della tassa di circolazione degli autoveicoli, l'addizionale dell'8 per cento sull'imposta sostitutiva sugli interessi e sull'Ilor, l'aumento dal 90 al 92 per cento del versamento d'acconto di Irpef, Irpeg, Ilor e l'applicazione dell'aliquota unica Ilor al 15 per cento.

(DL n. 923 del 21.12.82; GU n. 349 del 21.12.82; convertito nella Legge n. 29 del 9.2.83; GU n. 44 del 15.2.83)

#### 23 dicembre — Provvedimenti monetari e creditizi: Riserva obbligatoria e vincolo di portafoglio.

A partire dalla variazione della raccolta del gennaio 1983 l'aliquota di riserva a fronte degli incrementi dei depositi è aumentata dal 20 al 25 per cento, mentre continuerà ad applicarsi un'aliquota del 20 per cento in caso di riduzione dei depositi. La riserva che ogni azienda dovrà costituire non potrà superare il 22,5 per cento della consistenza della raccolta.

Il Ministro del tesoro potrà modificare, su proposta del Governatore della Banca d'Italia, i coefficienti di riserva in misura non superiore a 5 punti in più o in meno per l'aliquota marginale e a 2,5 punti in più o in meno per quella sulle consistenze. Vengono inoltre sottoposti a riserva obbligatoria i fondi raccolti attraverso vendite temporanee di titoli alla clientela (pronti contro termine); tali operazioni sono soggette a un primo versamento di riserva pari al 20 per cento della consistenza in essere al 31 dicembre 1982, applicandosi, per le variazioni successive, i coefficienti previsti dalla normativa generale. È stata infine prevista la possibilità di una remunerazione differenziata della riserva obbligatoria in relazione alle caratteristiche dei depositi. Al riguardo, il Mini-

stro del tesoro con proprio decreto ha stabilito che sulla quota di riserva obbligatoria corrispondente al rapporto tra certificati di deposito e totale della massa fiduciaria la Banca d'Italia corrisponderà una remunerazione pari al 9,5 per cento; tale remunerazione è ammessa in relazione ai certificati a tasso fisso vincolati a tempo che saranno emessi secondo le caratteristiche indicate dalla Banca d'Italia.

Relativamente alla disciplina del vincolo di portafoglio, il CICR nella stessa seduta ha prorogato il vincolo per il primo semestre del 1983. Gli investimenti minimi richiesti in titoli degli istituti di credito fondiario e agrario si commisurano al 5,5 per cento dell'incremento dei depositi (6,5 nel semestre precedente).

#### 23 dicembre — Provvedimenti monetari e creditizi: Massimale sugli impieghi bancari in lire.

Il 23 dicembre 1982 la Banca d'Italia ha rinnovato, per il primo semestre del 1983, il massimale sugli impieghi in lire.

Le consistenze dei crediti contingentati non potranno risultare accresciute alle date sotto indicate, rispetto alle base di riferimento fine dicembre 1980, in misura superiore a:

gennaio 1983	.....	24%
febbraio	» .....	25%
marzo	» .....	25%
aprile	» .....	26%
maggio	» .....	25%
giugno	» .....	27%

Continua a sussistere l'obbligo, per le aziende di credito che superino il margine di crescita consentito, di versare in c/c vincolato infruttifero presso la Banca d'Italia un importo commisurato all'eccedenza registrata a ciascuna delle scadenze previste dal presente provvedimento (le aliquote sugli sconfinamenti non sono state modificate rispetto al provvedimento del 30 aprile 1982).

**31 dicembre — Provvedimenti fiscali: Norme in materia tributaria.**

In materia di imposte dirette, vengono aumentati del 40 per cento circa i coefficienti di rivalutazione dei redditi e delle rendite catastali, è disposto il versamento anticipato dell'Invim decennale, vengono accresciute le detrazioni Irpef. I titolari di reddito da lavoro autonomo e di impresa minore di natura commerciale non possono effettuare nel 1983 le deduzioni forfetarie per costi e oneri non documentati.

A decorrere dal 1° gennaio 1983 le provvigioni inerenti a rapporti di commissione, agenzia, mediazione e rappresentanza sono inoltre sottoposte all'obbligo della ritenuta alla fonte ai fini dell'Irpef e dell'Irpeg, con aliquota del 10 per cento.

In materia di imposte indirette, viene introdotta un'imposta di consumo sugli articoli di cine-foto ottica, della riproduzione, trasmissione e registrazione del suono e delle immagini, con aliquota del 16 per cento; per quanto concerne l'IVA, viene sospesa sino al 31.12.85 la detrazione del 50 per cento dell'imposta pagata da imprenditori e professionisti, a eccezione dei rappresentanti di commercio, per l'acquisto di autovetture, oli combustibili e lubrificanti, mentre viene soppresso il regime di forfettizzazione per le imprese con volume di affari non superiore ai 6 milioni di lire.

Sono aumentate le imposte di registro, ipotecarie e catastali, quella sostitutiva dei predetti tributi gravante sulle operazioni di credito a medio e lungo termine (l'aliquota «normale» è stata elevata dall'1,5 al 3 per cento), le tasse su alcune concessioni governative, le aliquote dell'imposta sulle assicurazioni, delle tasse speciali sui contratti di borsa, della sovrattassa per gli autoveicoli con motore diesel.

(DL n. 953 del 30.12.82; GU n. 359 del 31.12.82).

**31 dicembre — Provvedimenti fiscali: Norme in materia di finanza locale.**

Sono emanate disposizioni concernenti la finanza locale per il 1983. (DL n. 952 del 30.12.82; GU n. 359 del 31.12.1982 — Decaduto)

**1983**

**10 gennaio — Provvedimenti fiscali: Disposizioni in materia previdenziale e sanitaria.**

Si stabiliscono limiti di reddito per l'integrazione al trattamento pensionistico minimo dei lavoratori dipendenti; il titolare di più pensioni può percepire una sola integrazione. Si accrescono i contributi capitari versati dai lavoratori autonomi e si fissa una contribuzione minima per la validità dell'attività lavorativa ai fini pensionistici. Si prevede la possibilità di regolarizzare le posizioni debitorie relative al periodo precedente il 30 settembre 1982.

Nel settore della sanità vengono mutate le caratteristiche della partecipazione alla spesa farmaceutica da parte degli assistiti: dal sistema a quote fisse per singolo farmaco si passa a un sistema a partecipazione percentuale integrato dal pagamento di una quota fissa per ogni ricetta.

(DD.LL. n. 1, 2, e 3 del 10.1.1983; GU n. 8 del 10.1.1983 — Decaduti).

**24 gennaio — Provvedimenti finanziari: Anticipazione straordinaria al Tesoro da parte della Banca d'Italia.**

La Banca d'Italia è autorizzata a concedere al Tesoro un'anticipazione straordinaria dell'importo di 8.000 miliardi e della durata massima di 12 mesi.

Legge n. 10 del 24.1.1983; GU n. 22 del 25.1.1983).

**29 gennaio — Provvedimenti fiscali: Norme in materia di fiscalizzazione degli oneri sociali, indicizzazione di retribuzioni e pensioni, assegni familiari e pensionamento anticipato.**

La fiscalizzazione degli oneri sociali è prorogata fino a dicembre 1983; sono ridotti di 2 punti percentuali i contributi di malattia a carico dei datori di lavoro dell'agricoltura.

Viene azzerato l'indice di riferimento e abbassato il grado di copertura del punto per l'indennità integrativa speciale spettante al personale statale in servizio e per la perequazione automatica delle pensioni superiori al minimo erogate dall'INPS e di quelle del settore pubblico.

A decorrere dal 1° luglio 1983, ai lavoratori dipendenti e ai pensionati del settore privato è corrisposta una maggiorazione degli assegni familiari per i figli, correlata al reddito del nucleo familiare e al numero dei figli.

L'indennità integrativa spettante ai dipendenti pubblici che cessano l'attività lavorativa dopo il 29 gennaio 1983 verrà corrisposta in proporzione al periodo di servizio prestato, fatto salvo l'importo maturato al 1° gennaio 1983; l'indennità verrà corrisposta per intero al raggiungimento dell'età di pensionamento.

(DL n. 17 del 29.1.83; GU n. 28 del 29.1.83 convertito nella Legge n. 79 del 25.3.83; GU n. 87 del 30.3.83).

**28 febbraio — Provvedimenti fiscali: Norme in materia di finanza locale.**

Il provvedimento (che ripropone le norme contenute nel DL n. 952 del 30 dicembre 1982, decaduto) conferma per il 1983 l'obbligo per province e comuni di deliberare i bilanci di previsione in pareggio entro il 31 maggio.

Viene posto un limite all'assunzione del personale; dal lato delle entrate, in attesa dell'istituzione dell'imposta comunale sui fabbricati, viene data facoltà ai comuni di applicare per il 1983 una sovrimposta sui redditi dei fabbricati e di fissarne l'aliquota entro determinati limiti. Ai comuni e alle province è data, inoltre, la facoltà di istituire una addizionale sui consumi di energia elettrica. Vengono anche disposti aumenti di alcune tasse comunali, è fatto obbligo di coprire con proventi tariffari una quota minima del costo dei servizi a domanda individuale.

In materia di trasferimenti, per l'anno 1983 lo Stato corrisponderà alle province e ai comuni lo stesso ammontare di trasferimenti disposto nel 1982 fatta salva una maggiorazione per i comuni e per le province che istituiscono rispettivamente la sovrimposta sui fabbricati e l'addizionale sul consumo dell'energia elettrica.

Viene disciplinata la ripartizione dei fondi perequativi per il 1983 in favore delle province e dei comuni minori. Per il biennio 1984-85, al complesso dei comuni e delle province verrà assicurato un incremento delle entrate, tributarie e per trasferimenti, non inferiore al tasso programmato d'inflazione.

Vengono stabilite le finalità per la concessione dei mutui della Cassa DD.PP. e fissati i criteri di ripartizione.

Alle regioni a statuto ordinario, alle aziende autonome di soggiorno e alle camere di commercio sono attribuiti per il 1983 trasferimenti pari a quelli spettanti nel 1982; per le regioni a statuto speciale e per le province autonome le somme sostitutive dei tributi soppressi sono aumentate del 13 per cento. Al fine di ottenere l'equilibrio delle gestioni delle aziende locali di trasporto, le regioni sono tenute a integrare l'eventuale differenza tra le quote del Fondo nazionale dei trasporti loro erogate per il 1983 e quelle erogate per il 1982, e a disporre i necessari adeguamenti tariffari. Vengono comunque fissati limiti minimi per le tariffe di trasporto urbano.

(DL n. 55 del 28.2.83; GU n. 59 del 2.3.83. Convertito nella Legge n. 131 del 26.4.83; GU n. 117 del 30.4.83).

**1° marzo — Provvedimenti fiscali: Norme in materia tributaria.**

Viene convertito in legge, con modificazioni, il DL n. 953 del 30.12.82.

La principale innovazione riguarda la ristrutturazione dell'Irpef, che viene ora commisurata su 9 scaglioni di reddito (anziché 32); le aliquote variano dal 18 al 65 per cento (nel precedente regime andavano dal 10 al 72 per cento).

Sono aumentate le detrazioni d'imposta per carichi familiari e i relativi limiti di reddito, mentre l'ammontare della detrazione per quota esente e dell'ulteriore detrazione per spese di produzione è ora negativamente correlato al livello del reddito; sono inoltre stabilite per scaglioni le percentuali di redditività per la determinazione forfettaria dei redditi da lavoro autonomo.

Per quanto concerne le restanti modifiche al decreto originario, è ridotto l'aumento dei coefficienti catastali relativi ad alcuni tipi di fabbricato, è esteso agli anni seguenti al 1983 il divieto di effettuare la deduzione forfettaria di costi e oneri non documentati dal reddito da lavoro autonomo e di impresa minore, mentre viene ridotta la ritenuta sulle provvigioni.

In materia di imposte indirette, viene ridotta dal 16 all'8 per cento l'aliquota dell'imposta di consumo sui televisori. Sono infine stralciate le norme concernenti il versamento anticipato dell'Invim, inserite, con modifiche, nel provvedimento sulla finanza locale (DL n. 55 del 28.2.83).

(Legge n. 53 del 28.2.83; GU n. 58 del 1.3.83).

**12 marzo — Provvedimenti fiscali: Disposizioni in materia previdenziale e sanitaria.**

Vengono riproposte con alcune modifiche le misure per il contenimento della spesa previdenziale e sanitaria già contenute nei DD.LL. n. 1, 2 e 3 del 10 gennaio.

La disciplina dei controlli sanitari sui lavoratori aventi titolo alle prestazioni economiche di malattia è resa più rigorosa.

Le aliquote complessive della contribuzione per l'assicurazione obbligatoria contro le malattie a carico dei commercianti sono ridotte dal 1° febbraio 1983; un'ulteriore riduzione è prevista dal 1° gennaio 1984. I benefici decadranno se l'andamento generale dei prezzi al consumo dei prodotti commercializzati supererà il tasso d'inflazione programmato per il 1983 e 1984.

Si stabilisce inoltre che per l'anno 1983 i conti correnti aperti presso la tesoreria centrale dello Stato, nonché le contabilità speciali aperte presso le tesorerie provinciali dello Stato a favore delle province e dei comuni, siano infruttiferi.

(DL n. 59 dell'11.3.1983; GU n. 70 del 12.3.1983 — Decaduto).

**21 marzo — Provvedimenti sui cambi: Modifiche delle parità centrali nello SME.**

La lira italiana e il franco francese sono svalutati del 2,5 per cento e la sterlina irlandese del 3,5

per cento; le altre monete sono rivalutate rispettivamente: dell'1,5 per cento il franco belga, del 2,5 per cento la corona danese, del 3,5 per cento il fiorino olandese e del 5,5 per cento il marco tedesco. I tassi centrali della lira e i limiti superiori e inferiori d'intervento sono così modificati:

VALUTE	limite superiore	tasso centrale	limite inferiore
Marco tedesco.....	589,60	626,04	664,73
Franco francese.....	192,27	204,16	216,77
Franco belga e lussemburghese.....	29,44	31,26	33,19
Fiorino olandese.....	523,29	555,63	589,97
Corona danese.....	162,36	172,40	183,05
Sterlina irlandese.....	1.821,45	1.934,01	2.053,53

**23 marzo — Provvedimenti fiscali: Sgravi di imposte dirette.**

Alle società di capitali, cooperative, di mutua assicurazione e alle aziende municipalizzate viene concessa la possibilità di effettuare la rivalutazione monetaria dei beni d'impresa acquisiti entro il 1981 e iscritti in bilancio: è data facoltà ai soggetti interessati di eseguire la rivalutazione diretta dei singoli beni, ovvero indiretta del capitale proprio.

Ai fini del calcolo dell'Ilor, è concessa una ulteriore detrazione dal reddito alle imprese minori.

Viene stabilito che le ritenute d'acconto dell'imposta sostitutiva sugli interessi dei conti correnti bancari reciproci venga commisurata al saldo risultante alla chiusura dei conti stessi.

(Legge n. 72 del 19.3.83; GU n. 80 del 23.3.83):

**11 aprile — Provvedimenti monetari e creditizi: Tasso ufficiale di sconto.**

Il Ministro del tesoro, a decorrere dall'11 aprile, ha ridotto il tasso di sconto e la misura dell'interesse sulle anticipazioni in conto corrente e a scadenza fissa dal 18 al 17 per cento. Sono ri-

maste invariate le maggiorazioni e le agevolazioni in essere.

**24 aprile — Provvedimenti monetari: Anticipazioni a scadenza fissa.**

A decorrere dal 22 aprile 1983 la Banca d'Italia ha apportato alcune modifiche nella normativa che regola le anticipazioni a scadenza fissa. I principali mutamenti hanno riguardato: la durata massima (svincolata dai termini precedentemente fissati di 8, 15 e 22 giorni), l'introduzione della facoltà per l'azienda beneficiaria di rimborsare in anticipo il finanziamento ricevuto e l'eliminazione del pagamento dell'interesse, relativo al giorno di rimborso dell'operazione.

**29 aprile — Provvedimenti finanziari: Legge finanziaria per il 1983.**

Viene fissato in 94.905 miliardi il limite massimo del ricorso al mercato finanziario, e in 45.000 miliardi quello per le emissioni nette di BOT.

È imposto un limite di crescita del 13 per cento sui prelevamenti delle regioni a statuto ordinario dalla tesoreria dello Stato, mentre sono mantenuti costanti rispetto al 1982 i trasferimenti a comuni e province (17.380 miliardi) e le assegnazioni al Fondo nazionale per il ripiano dei disavanzi delle aziende locali di trasporto (2.900 miliardi). Viene imposto un limite di 20.700 miliardi alle erogazioni complessive dello Stato all'INPS, lasciando al Ministro del lavoro la proposta di eventuali misure correttive che si rendessero necessarie in corso d'anno. Vengono fissati gli ammontari delle anticipazioni dello Stato a copertura dei disavanzi delle Poste e delle Ferrovie e vengono semplificate le procedure per le revisioni delle tariffe.

Viene stabilito un limite del 13 per cento all'incremento della spesa complessiva per i trattamenti economici dei dipendenti pubblici; i miglioramenti derivanti dai rinnovi contrattuali non dovranno comunque superare l'importo complessivo di 1.350 miliardi.

Vengono aumentati il fondo per i contributi all'esportazione, i fondi di dotazione di alcune

imprese pubbliche e viene disposta la ripartizione del Fondo investimenti e occupazione per l'anno 1983. Sono prorogate al 31 dicembre 1983 le norme concernenti i sussidi agli investimenti da usufruire attraverso la riduzione dei versamenti dell'IVA.

(Legge n. 130 del 26.4.83; GU n. 116 del 29.4.83.).

**12 maggio — Provvedimenti fiscali: Disposizioni in materia previdenziale e sanitaria.**

Viene riproposto con modifiche l'insieme delle misure tendenti al contenimento della spesa previdenziale e sanitaria già contenute nei DD.LL. n. 1, 2 e 3 del 10 gennaio e nel DL n. 59 dell'11 marzo.

Sono esentati dal pagamento delle quote di partecipazione gli utenti del Servizio sanitario nazionale che abbiano dichiarato un reddito personale imponibile, ai fini dell'Irpef per il 1982, non superiore a 4,5 milioni o che appartengano a famiglie i cui componenti hanno dichiarato redditi per un importo complessivo non superiore a 4 milioni, aumentato di 0,5 milioni per ogni componente oltre il dichiarante. Sono altresì esentati gli invalidi.

(DL n. 176 dell'11.3.83; GU n. 129 del 12.5.83 — Decaduto).

**1° luglio — Provvedimenti monetari e creditizi: Vincolo di portafoglio.**

Con decreto del Ministro del tesoro del 1° luglio 1983 è stato prorogato il vincolo di portafoglio per il secondo semestre del 1983.

Gli investimenti minimi richiesti in obbligazioni degli istituti di credito fondiario ed edilizio e in obbligazioni di credito agrario di miglioramento si commisurano al 5,5 per cento dell'incremento dei depositi nel periodo giugno-novembre 1983.

È stato, inoltre, disposto che i titoli facenti parte del portafoglio vincolato al 30 giugno 1983

giunti a scadenza siano reintegrati al 50 per cento, con l'eccezione di quelli di emittenti diversi dagli istituti di credito mobiliare, per i quali continua a richiedersi il reintegro totale.

**12 luglio — Provvedimenti fiscali: Disposizioni in materia previdenziale e sanitaria.**

L'insieme delle misure tendenti al contenimento della spesa previdenziale e sanitaria già contenute nel DL n. 176 dell'11.5.83 è stato riproposto senza sostanziali modifiche.

(DL n. 317 dell'11.7.83; GU n. 189 del 12.7.83 — Decaduto).

**20 luglio — Provvedimenti fiscali: Disciplina del rapporto di lavoro del personale del settore pubblico.**

Sono emanate le norme per dare attuazione agli accordi del 29 aprile concernenti il personale dei ministeri, della scuola e degli enti locali, all'accordo del 9 aprile concernente il personale degli enti parastatali, e agli accordi del 2 febbraio e del 25 marzo concernenti il personale delle unità sanitarie locali. L'onere complessivo è di 2.151 miliardi per il 1983, 4.312 per il 1984 e 5.494 per il 1985.

(DD.P.R. del 25.6.83, nn. 344, 345, 346, 347 e 348; GU n. 197 del 20.7.83).

**3 agosto — Provvedimenti finanziari: Emissione di certificati di credito del Tesoro reali.**

Si dispone l'emissione di 1.000 miliardi di certificati di credito del Tesoro indicizzati della durata di 10 anni e con godimento dal 1° agosto. I titoli, emessi alla pari, godono della rivalutazione annuale del capitale pari al 100 per cento dell'indice dei prezzi impliciti nel prodotto interno lordo al costo dei fattori e un tasso di interesse annuale posticipato del 2,5 per cento, calcolato sul capitale annualmente rivalutato. Il rimborso del capitale e delle relative rivalutazioni avverrà in un'unica soluzione alla scadenza del decennio. I

certificati di credito reali sono stati consegnati all'IRI per accrescerne il fondo di dotazione.

(DM del 20.7.83; GU n. 211 del 3.8.83)

**12 settembre — Provvedimenti fiscali: Disposizioni in materia previdenziale e sanitaria.**

Sono riproposte con alcune modifiche le misure concernenti il contenimento della spesa previdenziale e sanitaria già contenute nei DD.LL. non convertiti 11.7.83, n. 317; 11.3.83, n. 59 e 10.1.83, nn. 1, 2 e 3. Si introducono, in particolare, limiti di reddito per l'erogazione delle pensioni di invalidità.

(DL n. 453 dell'11.9.83; GU n. 250 del 12.9.83).

**1 ottobre — Provvedimenti fiscali: Disposizioni relative ad alcune ritenute alla fonte sugli interessi e altri proventi di capitale.**

Dal 1° ottobre, l'aliquota dell'imposta sostitutiva sugli interessi dei depositi bancari e postali è elevata al 25 per cento. Viene disciplinato il rimborso dei crediti d'imposta maturati dalle banche negli ultimi anni, principalmente in relazione alle ritenute d'acconto della predetta imposta dovute anche per gli interessi dei conti correnti interbancari. Per l'anno 1984, sono state innalzate le quote degli acconti dovuti dalle banche.

È stata introdotta una ritenuta, del 25 per cento, a titolo d'imposta, anche sugli interessi dei cosiddetti titoli atipici. Gli emittenti di titoli «atipici» sono altresì tenuti a effettuare un versamento annuale, a titolo d'acconto, pari al 25 per cento dell'incremento di valore dei titoli subito l'anno precedente, qualora i titoli stessi siano a emissione continuativa o non abbiano scadenza fissa predeterminata. L'aliquota è elevata al 30 per cento per i frutti dei titoli emessi da non residenti. Sono infine previste sanzioni penali per le trasgressioni degli adempimenti relativi alle dichiarazioni e alla documentazione contabile.

(DL n. 512 del 30.9.83; GU n. 270 del 1.10.83).