

BANCA D'ITALIA

Bollettino Economico



Numero 9 Ottobre 1987

BANCA D'ITALIA

Bollettino Economico

del Servizio Studi

Numero 9 Ottobre 1987

ERRATA CORRIGE

Nel testo dell'Audizione del dr. Carlo A. Ciampi innanzi alla 6^a Commissione permanente Finanze e Tesoro della Camera dei Deputati, pubblicato nella rubrica «Interventi» del Bollettino Economico n. 8 del febbraio 1987, la frase:

«Ritengo opportuno che vengano affidati poteri di nomina di organi di amministrazione ordinaria alla Banca d'Italia», riportata nel primo capoverso di pag. 55*, deve essere sostituita da: *«Ritengo opportuno che non vengano affidati...».*

SOMMARIO

La congiuntura e le politiche economiche

<i>L'economia internazionale</i>	5
<i>La congiuntura italiana e la bilancia dei pagamenti</i>	19
<i>La finanza pubblica</i>	31
<i>I mercati monetari e finanziari</i>	37
<i>Le prospettive a breve termine</i>	49

Note

<i>Sviluppo di tecniche finanziarie nell'ambito del problema del debito dei PVS</i>	1*
---	----

Documenti

<i>Efficienza, stabilità ed equità: una strategia per l'evoluzione del Sistema economico della Comunità europea</i>	5*
<i>Comitato per lo studio dei problemi concernenti l'oggetto sociale, le attività connesse e la partecipazione in altre imprese delle compagnie di assicurazione: Documento conclusivo</i>	15*

Interventi

<i>L'oro nel sistema finanziario internazionale, Lamberto Dini, giugno 1987</i>	19*
<i>L'ordinamento creditizio e l'attività assicurativa, Tommaso Padoa-Schioppa, giugno 1987</i>	27*
<i>Le Casse rurali e artigiane: funzioni, quote di mercato, prospettive, Antonio Fazio, ottobre 1987</i>	36*
<i>Audizione del Governatore della Banca d'Italia innanzi alle Commissioni riunite del Senato e della Camera, Carlo A. Ciampi, ottobre 1987</i>	50*
<i>Intervento del Governatore della Banca d'Italia al XXX Congresso nazionale del Forex Club Italiano, Carlo A. Ciampi, ottobre 1987</i>	58*

Appendice

<i>Serie statistiche</i>	67*
<i>Principali provvedimenti di politica economica</i>	110*

INDICE DEI RIQUADRI

La congiuntura e le politiche economiche

<i>Andamento del mercato petrolifero nel primo semestre del 1987</i>	6
<i>Misure di riduzione del disavanzo di bilancio negli Stati Uniti</i>	10
<i>Recenti modifiche nei meccanismi operativi dello SME</i>	14
<i>Indicatori di capacità</i>	20
<i>I provvedimenti valutari di metà settembre</i>	30
<i>La valutazione degli effetti delle misure fiscali urgenti previste dal D.L. 27.8.87, n. 348, dal D.L. 24.9.87, n. 391, e dal D.M. del 5.10.87</i>	33
<i>Gli interventi della Banca d'Italia sul mercato monetario</i>	38
<i>Il massimale sui prestiti bancari in lire</i>	42
<i>Il processo di razionalizzazione della struttura territoriale del sistema bancario</i>	46
<i>L'andamento recente dei mercati azionari</i>	52
<i>Le principali misure previste dal disegno di legge finanziaria per il 1988 e dai provvedimenti di accompagnamento</i>	56

La congiuntura e le politiche economiche

L'economia internazionale

La congiuntura e le politiche economiche dei paesi industriali

Nel corso del primo semestre del 1987 la situazione congiunturale nell'economia mondiale è stata caratterizzata da grande incertezza sull'andamento del prodotto e dalle preoccupazioni per il persistere di squilibri ingenti nei pagamenti con l'estero dei tre principali paesi industriali. Dopo un rallentamento all'inizio dell'anno, nei paesi industriali l'attività economica è apparsa in ripresa dal secondo trimestre. Nei primi sei mesi del 1987, il prodotto lordo è aumentato in misura superiore alle aspettative negli Stati Uniti (3,2 per cento su base annua), in Canada (4,6), nel Regno Unito (4,2), mentre ha avuto uno sviluppo particolarmente deludente nella Germania federale (-0,1 per cento) e in Francia (1,2 per cento). Il contributo della domanda interna alla crescita è stato molto diverso nei sette principali paesi industriali. Il più elevato tasso di crescita della domanda interna è stato registrato in Italia (4,3 per cento su base annua rispetto al secondo semestre del 1986). In Giappone esso è stato del 3,7 e nel Regno Unito del 2,6 per cento; negli Stati Uniti e in Francia l'aumento è risultato pari all'1,8 per cento. Particolarmente modesto è stato lo sviluppo della domanda interna nella Germania federale (0,8 per cento). Ciò non ha esercitato il contributo atteso sulle esportazioni dei paesi europei e sulla riduzione del disavanzo corrente degli Stati Uniti.

Il contributo delle esportazioni nette alla crescita del prodotto è stato positivo negli Stati Uniti e nel Regno Unito, per effetto soprattutto della

svalutazione del cambio effettivo nel corso degli ultimi dodici mesi. Esso rimane trascurabile o negativo per gli altri paesi del gruppo.

Per il secondo semestre dell'anno in corso si prevede una ripresa della domanda interna nella Germania federale, in Giappone, in Francia e nel Regno Unito, a fronte di una sostanziale stabilità in Italia e negli Stati Uniti. Nonostante ciò nella Germania federale e in Francia la crescita del prodotto per l'intero anno sarà considerevolmente inferiore al 1986 (tav. 1). Per il complesso dei paesi industriali il Fondo monetario prevede una lieve diminuzione della crescita del prodotto nel 1987 (2,4 per cento contro 2,7 nel 1986). L'indebolimento della domanda di importazioni da parte dei paesi esportatori di petrolio, che già nel 1986 aveva avuto effetti negativi sullo sviluppo dei paesi industriali, continua anche nel corso del 1987, pur se in misura meno pronunciata. Il commercio mondiale crescerà nell'anno del 3,4 per cento, con un rallentamento di oltre un punto percentuale rispetto all'anno precedente.

Per il complesso dei paesi in via di sviluppo si prevede una riduzione della crescita più rilevante (da 4,0 nel 1986 a 3,3 nel 1987), quale riflesso soprattutto della ancora precaria posizione esterna e situazione debitoria dell'America latina e di molti paesi esportatori di petrolio, anche se la ripresa del prezzo del petrolio ha portato sollievo ai conti con l'estero di questi ultimi.

L'espansione dell'attività si è riflessa in una considerevole riduzione del tasso di disoccupazione (circa un punto percentuale) nei dodici mesi terminanti a luglio negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Canada; esso è invece ancora cresciuto

Andamento del mercato petrolifero nel primo semestre del 1987

Nel primo semestre dell'anno in corso è proseguita la fase di crescita dei prezzi del petrolio iniziata nell'estate dell'anno precedente. Nel dicembre 1986 i paesi dell'OPEC decidevano di ripristinare, dall'inizio di febbraio, un sistema di prezzi ufficiali attorno ai 18 dollari al barile a seconda dei diversi tipi di greggio, stabilendo inoltre, per il primo semestre di quest'anno, un tetto alla produzione di 15,8 milioni di barili al giorno (mbg), corrispondente a una riduzione di circa il 14 per cento rispetto al livello di produzione del secondo semestre del 1986; tale ammontare veniva altresì ripartito in quote fisse tra i paesi membri (tav. 1).

Nel primo trimestre di quest'anno l'aumento stagionale dei consumi e la diminuzione complessiva dell'offerta (tav. 2), conseguente al rispetto delle quote di produzione, contribuivano a determinare una ulteriore crescita dei prezzi che a marzo raggiungevano i 18-19 dollari al barile (fig. 1). Nel trimestre successivo, lo sconfinamento di circa 1 mbg dal tetto stabilito, causato dalla più elevata produzione dell'Iraq e degli

Emirati Arabi, unito alla diminuzione dei consumi complessivi che, per motivi essenzialmente di carattere stagionale, scendevano a 46 mbg, dai 48 del trimestre precedente, creava sul mercato petrolifero una situazione di offerta eccedente in misura pressoché equivalente all'aumento della produzione dell'OPEC (la riduzione di quella dei paesi dell'area dell'OCSE veniva compensata da un incremento delle esportazioni nette dei paesi ad economia pianificata; tav. 1). Tale eccesso non si è tuttavia tradotto in una flessione delle quotazioni del greggio poiché è stato accompagnato da un aumento della domanda di scorte dei paesi dell'OCSE. Nella riunione di fine giugno i paesi del cartello decidevano di elevare, per la seconda metà del 1987, il tetto di produzione a 16,6 mbg senza modificare i prezzi ufficiali. Inoltre all'Iraq, che non ha aderito all'intesa, veniva tacitamente riconosciuta, da parte di alcuni paesi membri, la possibilità di eccedere la propria quota di riferimento.

Nel luglio scorso, anche questo secondo obiettivo è stato superato di 1,6 mbg, di cui 1 mbg derivante

Tav. 1

Produzione mondiale di petrolio esclusi i paesi ad economia pianificata

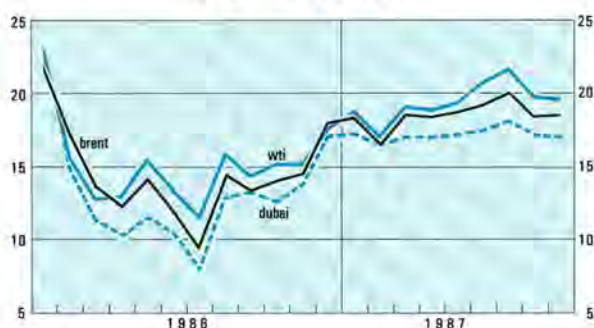
(milioni di barili al giorno)

PAESI	1985	1986	1° trim. 87	2° trim. 87	3° trim. 87	Quote di prod. OPEC	
						1° sem. 87	2° sem. 87
Arabia Saudita	3,2	4,8	3,4	4,0	4,4	4,133	4,343
Iran	2,2	1,8	2,0	2,4	2,5	2,255	2,369
Iraq	1,4	1,7	1,6	1,9	2,2	1,466	1,540
Emirati arabi uniti	1,2	1,4	1,2	1,3	1,7	0,902	0,948
Kuwait	0,9	1,2	1,0	1,0	1,3	0,948	0,996
Zona neutrale	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	—	—
Qatar	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,285	0,299
Nigeria	1,5	1,4	1,2	1,2	1,4	1,238	1,301
Libia	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	0,948	0,996
Algeria	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,635	0,667
Gabon	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,152	0,159
Venezuela	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,495	1,571
Ecuador	0,3	0,3	0,2	0,1	0,2	0,210	0,221
Indonesia	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2	1,133	1,190
OPEC petrolio greggio	15,9	17,9	15,7	16,9	19,0	15,800	16,600
OPEC GNL (1)	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4		
Totale OPEC ...	17,2	19,3	17,1	18,3	20,4		
OCSE	16,9	16,6	16,8	16,3	16,4		
PVS	8,2	8,2	8,4	8,5	8,7		
Esp. nette paesi a econ. pianif.	1,6	1,9	1,5	2,0	2,4		
Petroli non convenzionali	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5		
Acquisizioni nette	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0		
Totale non OPEC ...	28,2	28,2	28,2	28,3	29,0		
Totale offerta ...	45,4	47,5	45,3	46,6	49,4		

Fonte: AIE, OCSE.
(1) Gas naturale liquido.

Prezzi spot del petrolio
(in dollari al barile)

Fig. 1



Fonti: AIE, OCSE.
WTI: West Texas Intermediate.

dalla più elevata quantità di greggio estratto dall'Iraq e dagli Emirati Arabi. Ciò ha portato a una crescita della produzione dei paesi dell'OPEC di 0,9 mbg rispetto al mese precedente che, assieme alla ripresa dell'attività estrattiva dei paesi dell'OCSE (0,6 mbg essenzialmente nel Mare del Nord) e all'aumento stagionale delle esportazioni di quelli ad economia pianificata (0,4 mbg); ha prodotto un incremento complessivo dell'offerta di 1,9 mbg. Tale andamento non si è tuttavia riflesso sui prezzi a causa dell'acuirsi, dalla seconda parte del mese, delle tensioni nel Golfo Persico, che hanno provocato un rialzo delle quotazioni di circa un dollaro al barile.

La tendenza all'aumento è proseguita fino ai primi giorni di agosto. Successivamente, tuttavia, la situa-

zione politico-militare si stabilizzava e inoltre l'offerta di greggio dei paesi dell'OPEC cresceva ulteriormente; le quotazioni tornavano pertanto sui livelli di giugno. Nel mese di agosto, infatti, la produzione di petrolio dei paesi del cartello avrebbe raggiunto i 19,9 mbg, livello superiore a quello del terzo trimestre dell'anno precedente nel corso del quale, come si è già detto, le quotazioni del greggio avevano raggiunto i valori minimi. I paesi che hanno maggiormente contribuito a questo aumento sono l'Iran (da 2,4 a 2,9 mbg), gli Emirati Arabi (da 1,4 a 1,9 mbg) e l'Arabia Saudita (da 4,3 a 4,5 mbg). Per quanto riguarda quest'ultima, inoltre, recenti dichiarazioni del ministro del petrolio sottolineano la indisponibilità a svolgere il ruolo di produttore residuale per compensare le violazioni delle norme sulle quote di produzione da parte degli altri paesi del cartello. Secondo dati preliminari dell'Agenzia Internazionale per l'Energia (AIE), nel mese di settembre l'offerta di greggio dei paesi dell'OPEC ha registrato una flessione di circa 1,5 mbg in conseguenza, soprattutto, della minore produzione iraniana (diminuita di 0,8 mbg rispetto al mese precedente); ciò ha favorito il mantenimento delle quotazioni spot sui livelli raggiunti in agosto.

Complessivamente nel terzo trimestre, a fronte di una ripresa dei consumi totali (che dovrebbero essere cresciuti di 0,8 mbg rispetto al trimestre precedente), lo sconfinamento dal tetto di produzione dei paesi dell'OPEC (di 2,5 mbg), unito a un aumento di quella dei paesi non-OPEC (0,6 mbg), avrebbe prodotto un eccesso di offerta pari a 2,5 mbg assorbito da un aumento della domanda di scorte.

Secondo recenti previsioni del FMI nella restante parte dell'anno in corso i prezzi dovrebbero rimanere all'incirca sui livelli attuali e quindi l'aumento nella media del 1987 rispetto al 1986 dovrebbe aggirarsi intorno al 28 per cento.

Tav. 2

Consumi e produzione mondiale di petrolio (1)
(in milioni di barili al giorno)

VOCI	1979	1981	1983	1985	1986	1986				1987		
						I	II	III	IV	I	II	III
Consumi mondiali	52,4	47,7	45,2	45,6	46,7	47,3	45,8	46,2	47,7	48,0	46,1	46,9
di cui in %:												
OCSE	79,4	76,5	75,0	74,6	74,7	75,3	74,2	74,5	75,3	75,2	74,0	74,4
Non-OCSE	20,6	23,5	25,0	25,4	25,3	24,7	25,8	25,5	24,7	24,8	26,0	25,6
Produzione mondiale	53,7	47,0	44,6	45,4	47,5	46,5	47,1	49,3	47,1	45,3	46,6	49,4
di cui in %:												
Non-OPEC	41,2	50,0	58,5	62,1	59,4	60,2	59,2	58,0	60,3	62,3	60,7	58,7
OPEC	58,8	50,0	41,5	37,9	40,6	39,8	40,8	42,0	39,7	37,7	39,3	41,3
Per Memoria:												
Produzione Arabia Saudita (in % prod. OPEC)	30,0	40,9	26,5	18,6	23,2	22,9	26,6	26,2	24,9	19,9	21,9	21,6
Prezzo medio all'importaz. dei paesi OCSE (2)	19,3	36,3	30,0	27,5	15,0	21,7	13,2	11,7	13,5	17,0	18,1	n.d.

Fonte: AIE, OCSE.

(1) Esclusi i paesi a economia pianificata. — (2) Cif: dollari per barile.

in Francia e in Italia, dato l'aumento delle forze di lavoro; è rimasto stabile nella Germania federale.

Tav. 1

Prodotto lordo, domanda interna ed esportazioni nette dei principali paesi industriali

(prezzi costanti; variazioni percentuali rispetto all'anno precedente)

PAESI	1985	1986	1987
Stati Uniti			
PNL	3,0	2,9	2,3
Domanda Interna	3,6	3,9	1,7
Esportazioni nette (1) ...	-0,7	-1,0	0,6
Giappone			
PNL	4,7	2,4	2,9
Domanda Interna	3,8	4,0	4,3
Esportazioni nette (1) ...	1,0	-1,4	-1,2
Germania federale			
PNL	2,5	2,5	1,3
Domanda Interna	1,5	3,7	2,5
Esportazioni nette (1) ...	1,1	-1,1	-1,1
Francia			
PIL	1,7	2,2	1,2
Domanda Interna	2,2	3,7	2,2
Esportazioni nette (1) ...	-0,5	-1,6	-1,0
Italia			
PIL	2,7	2,7	3,0
Domanda Interna	3,1	3,2	4,5
Esportazioni nette (1) ...	-0,4	-0,5	-1,6
Regno Unito			
PIL	3,4	3,0	3,4
Domanda Interna	2,8	3,5	3,4
Esportazioni nette (1) ...	0,8	-0,7	-
Canada			
PIL	4,3	3,3	3,5
Domanda Interna	4,9	3,9	3,6
Esportazioni nette (1) ...	-0,3	-0,5	-0,1

Fonti: CEE; per l'Italia: Relazione previsionale e programmatica; per il Canada: FMI.
(1) Variazioni in percento del PNL/PIL dell'anno precedente.

L'inflazione è apparsa in ripresa, seppur lieve, in tutti i maggiori paesi industriali. Negli Stati Uniti i prezzi al consumo sono aumentati del 4,3 per cento nei dodici mesi terminanti ad agosto 1987 (contro l'1,1 per cento a dicembre 1986). Aumenti più contenuti sono stati registrati negli altri maggiori paesi (tav. a3). I salari, cresciuti in misura moderata, soprattutto negli Stati Uniti e in

Giappone, non hanno contribuito alla ripresa dell'inflazione. Questa è dovuta principalmente al rialzo dei prezzi del petrolio e di quelli di molte materie prime registrato nel corso del primo semestre e, per quanto riguarda gli Stati Uniti, al deprezzamento del dollaro.

Il prezzo *spot* del petrolio si è attestato fra i 17 e i 20 dollari, dopo aver oscillato tra gli 11 e i 18 nel secondo semestre dell'anno scorso; nuove ampie oscillazioni si sono verificate dal mese di luglio in poi in relazione alla situazione nel Golfo Persico e al venir meno della disciplina all'interno dell'OPEC (vedi riquadro). Quanto ai prezzi delle materie prime, tra dicembre 1986 e agosto 1987 l'indice aggregato in dollari ha mostrato un aumento del 9,6 per cento, mentre l'indice relativo ai metalli è aumentato del 24 per cento circa.

La politica fiscale è stata restrittiva negli Stati Uniti, in linea con il programma di risanamento incorporato nella legge Gramm-Rudman-Hollings del 1985, modificata nel settembre u.s. (vedi riquadro). Nell'esercizio terminante a settembre 1987 il disavanzo del governo federale è sceso intorno a 160 miliardi di dollari, contro i 221 dell'esercizio precedente. Tuttavia, l'andamento delle entrate è stato più favorevole del previsto per l'effetto «*una tantum*» della riforma fiscale, entrata in vigore il 1° gennaio. In Giappone la politica di bilancio ha assunto un orientamento decisamente espansivo. Prima del vertice di Venezia di inizio giugno le autorità giapponesi hanno annunciato misure di stimolo per un ammontare valutabile in circa 6.000 miliardi di yen, pari all'1,8 per cento del prodotto nazionale. La politica di bilancio nella Repubblica federale tedesca è rimasta invece neutrale; l'aumento del disavanzo pubblico nel corso del primo semestre dell'anno è in massima parte ricollegabile alla debole congiuntura economica. Quanto agli altri maggiori paesi industriali, andamenti tendenzialmente espansivi della spesa pubblica e del disavanzo si sono registrati nel Regno Unito e in Italia, mentre la Francia e il Canada hanno proseguito la politica di consolidamento delle finanze pubbliche.

Nel semestre in esame la politica monetaria della maggior parte dei paesi industriali è stata fortemente condizionata dagli obiettivi di cambio. I massicci interventi a sostegno del dollaro hanno determinato una accelerazione della crescita monetaria soprattutto in Giappone e, in minor mi-

sura, nella Germania federale. Una tendenza restrittiva è invece gradualmente emersa negli Stati Uniti, legata sia all'esigenza di stabilizzazione del cambio sia anche alle preoccupazioni di una ripresa dell'inflazione. Le attese di svalutazione del dollaro nei confronti dello yen e del marco si sono tradotte in un considerevole rallentamento degli afflussi di capitali dall'estero negli Stati Uniti e nell'accelerazione di quelli verso Germania federale e Giappone, con effetti diretti sull'andamento dei tassi a lungo termine. Il tasso di interesse sulle obbligazioni negli Stati Uniti, rimasto sostanzialmente stabile da gennaio a marzo, è poi salito nei tre mesi successivi di 1,4 punti percentuali (all'8 per cento), mentre i tassi di interesse a lungo termine giapponesi sono scesi gradualmente di 1,2 punti percentuali tra il dicembre e il maggio scorsi (al 3,4 per cento); quelli tedeschi sono diminuiti di 0,5 punti percentuali (al 5,5 per cento; tav. a6 e fig. 1). Il differenziale dei tassi di interesse fra le attività in dollari e quelle in yen si è allargato notevolmente in favore delle prime, da 1,8 punti percentuali a dicembre a 4,6 punti a maggio; quello fra i mercati del dollaro e quelli del marco è salito, nello stesso periodo, da 0,5 a 2,6 per cento. L'allargamento dei differenziali di interesse in favore del dollaro si è esteso anche ai mercati a breve (fig. 1 e tav. a5).

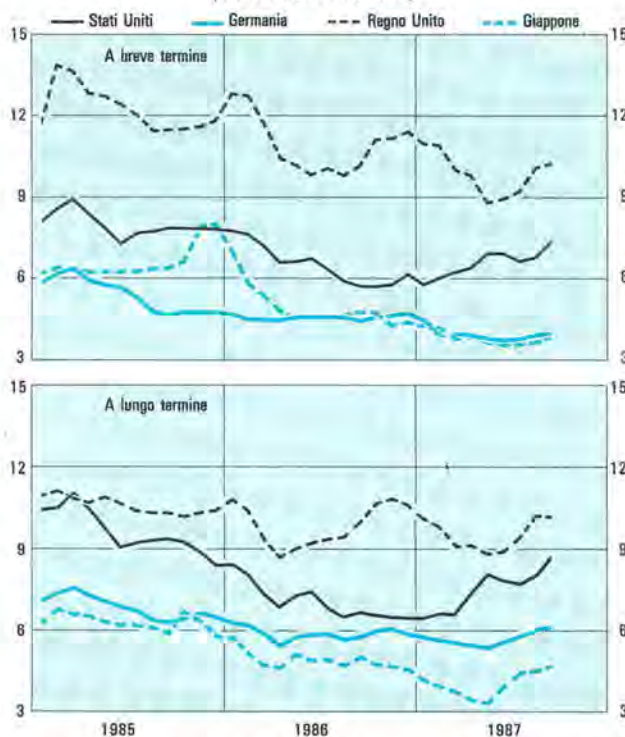
Dal mese di maggio si è manifestata una tendenza al rialzo dei tassi di interesse a lungo termine su tutte le principali piazze finanziarie; in agosto, sia in Giappone sia nella Germania federale, essi erano ritornati ai livelli di fine 1986, più alti rispettivamente di 1,2 e 0,6 punti rispetto ai minimi raggiunti nel mese di maggio. La riuscita dell'azione di stabilizzazione del dollaro, con un conseguente ritrovato interesse per le attività finanziarie espresse in questa valuta, nonché presumibilmente la ripresa delle aspettative di inflazione e i timori di politiche monetarie meno espansive nella Germania federale e in Giappone, sono state le cause principali.

L'aumento dei tassi di interesse negli Stati Uniti si è accompagnato, soprattutto dal mese di aprile, a una decelerazione rilevante della crescita degli aggregati monetari in tutte le definizioni. Il tasso di espansione di M1 è sceso dal 17,3 per cento in gennaio al 15,8 in aprile e all'8,4 in settembre, quello di M3 dal 9,0 in gennaio al 5,9 in settembre. La moneta della banca centrale tedesca è rimasta invece al di sopra del limite superiore

della banda (3-6 per cento): a settembre il tasso di incremento registrato nei dodici mesi era ancora pari all'8,1 per cento, anche se segni di decelerazione sono emersi con l'inizio dell'estate. Anche in Giappone il tasso di aumento della quantità di moneta (M2) rimane molto elevato (9,7 per cento nei dodici mesi terminanti ad agosto).

Fig. 1

Tassi di interesse a breve e a lungo termine (1) (dati medi mensili)



(1) Per fonti e definizioni, si vedano in Appendice, le tavv. a5-a6; per gli Stati Uniti il tasso a breve è quello sul *Commercial paper* a tre mesi.

Nella settimana fra il 12 e il 16 ottobre l'indice della borsa di New York ha perso il 9 per cento circa. Si è arrestata così la fase di forti rialzi che durava dall'agosto del 1982 e che aveva portato a una pronunciata sopravvalutazione dei corsi. Lunedì 19 l'indice ha subito una ulteriore caduta di proporzioni storiche pari al 23 per cento circa. Lo stesso giorno, trascinate da Wall Street, le borse dei principali paesi industrializzati sono crollate in percentuali comprese fra il 2 per cento circa in Giappone e il 12 per cento nel Regno Unito. La tendenza negativa è proseguita il 20 ottobre in Europa e in Giappone (vedi riquadro nel capitolo sulle prospettive a breve termine).

Misure di riduzione del disavanzo di bilancio negli Stati Uniti

Nel dicembre del 1985 era stato approvato dal Congresso degli Stati Uniti, e successivamente ratificato dal Presidente, l'emendamento Gramm-Rudman-Hollings. Esso prefigurava un calendario di progressiva riduzione del disavanzo federale, indicando un obiettivo di 172 miliardi di dollari per l'anno finanziario 1985-86, coerente con quello della Budget Resolution approvata nell'agosto dello stesso anno, e di 144 miliardi per il 1986-87; successivamente il disavanzo sarebbe dovuto diminuire di 36 miliardi all'anno, fino ad annullarsi nel 1991. A tal fine la legge prevedeva un preciso iter procedurale circa le modalità di riduzione della spesa pubblica: nel caso in cui le stime del disavanzo formulate dall'Amministrazione e dal Congresso avessero ecceduto per un importo pari o superiore a 10 miliardi il limite prefissato, in ciascun anno, dall'emendamento, il General Accounting Office, un organo del Congresso, avrebbe dovuto trasmettere al Presidente, in tempo utile per la delibera prima della data di chiusura dell'anno finanziario (fine settembre), un automatic spending cut order per tagli di spesa da ripartirsi in eguale misura fra quella militare e quella civile. Erano esclusi i comparti relativi alla sicurezza sociale, al pagamento di interessi sul debito federale, alle pensioni dei reduci di guerra e ad alcuni schemi di assistenza ai meno abbienti in campo sanitario e alimentare.

Nel luglio del 1986 l'emendamento è stato oggetto di una sentenza di incostituzionalità da parte della Corte Suprema degli Stati Uniti, con la motivazione che l'attribuzione di responsabilità di natura esecutiva (la facoltà di stabilire le riduzioni di capitoli di spesa del bilancio federale) a un organo del Congresso viola il principio della separazione dei poteri sancito dalla Costituzione.

Nel settembre di quest'anno è stata approvata dal Congresso e sottoscritta dal Presidente una nuova versione dell'emendamento Gramm-Rudman-Hollings. Al fine di non incorrere nell'eccezione di incostituzio-

nalità che aveva colpito la legge del 1985, privandola di efficacia normativa, la nuova versione attribuisce all'Office of Management and Budget, un organo dell'esecutivo, il compito di imporre i tagli di spesa in caso di superamento degli obiettivi prefissati.

Il nuovo emendamento altera in modo sostanziale il calendario di riduzione del disavanzo federale: l'obiettivo di pareggio del bilancio viene posticipato di due anni, al 1993. Le riduzioni più considerevoli (36 miliardi all'anno) vengono concentrate nel triennio 1990-92, anziché nel biennio 1988-89, come previsto dalla precedente versione della legge; i disavanzi programmati per il 1988 e il 1989 sono significativamente superiori (per 36 e 64 miliardi di dollari, rispettivamente) a quelli stabiliti nel 1985 (cfr. tavola).

Tali modifiche agli obiettivi appaiono motivate dagli sviluppi intercorsi nell'ultimo biennio e dalle stime più recenti circa l'evoluzione del disavanzo federale nel prossimo futuro. Nell'esercizio 1986 l'ammontare effettivo del disavanzo è stato di 221 miliardi di dollari, con una forte eccedenza (50 miliardi) rispetto all'obiettivo fissato dalla vecchia legge. Per l'anno finanziario terminato a settembre 1987 il disavanzo dovrebbe essersi situato tra i 150 e i 160 miliardi: tale ammontare, anche se superiore all'obiettivo (144 miliardi), rappresenta, rispetto ai risultati del precedente esercizio, una riduzione proporzionalmente maggiore di quella ipotizzata dallo stesso emendamento del 1985.

Al recente miglioramento del bilancio federale, il più ingente registrato nel dopoguerra, hanno contribuito sia una minore dinamica delle spese, soprattutto nel comparto militare, sia l'operare di fattori eccezionali, quali il forte aumento delle entrate a titolo di imposta sui guadagni in conto capitale.

Dal lato della spesa, il rallentamento è stato pronunciato: in termini nominali essa è cresciuta nel 1987 del 2,6 per cento, contro un aumento medio del 10 per cento nel periodo 1980-86; in termini reali è dimi-

nuita di poco meno dell'1 per cento, a fronte di un incremento medio del 4,5 per cento fra il 1980 e il 1986.

L'aumento delle entrate tributarie si configura come una conseguenza temporanea del Tax Reform Act approvato nel 1986. Il provvedimento, la cui logica complessiva era quella di redistribuire il carico fiscale dai redditi personali a quelli societari, a parità di gettito complessivo, prevedeva, tra le altre misure, l'abolizione, dal 1987, delle agevolazioni preesistenti circa la tassazione dei guadagni in conto capitale (per le persone fisiche, esclusione dall'imposta dei guadagni conseguiti in misura del 60 per cento; per le persone giuridiche, aliquota preferenziale del 28 per cento). Le prospettive di un trattamento più severo di tali redditi avrebbero indotto gli operatori ad anticipare agli

ultimi mesi del 1986 un ingente ammontare di realizzazioni, al fine di usufruire delle agevolazioni fiscali ancora in vigore.

Per il prossimo biennio, le stime ufficiali americane e quelle degli organismi internazionali (FMI) concordano nell'indicare, in assenza di ulteriori misure correttive, una tendenza all'aumento del disavanzo. Sulla base delle diverse ipotesi circa il tasso di crescita dell'economia americana, il ventaglio delle previsioni colloca il disavanzo per il 1988 fra i 161 e i 183 miliardi di dollari: nonostante la revisione dell'obiettivo per l'anno (144 miliardi, a fronte dei 108 previsti dall'emendamento del 1985), il suo conseguimento implicherebbe uno sforzo di contenimento del disavanzo di entità commensurabile a quello previsto dalla vecchia legge.

Stati Uniti: stime del disavanzo federale

(anni finanziari: valori in miliardi di dollari)

VOCI	1986 (1)	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Amministrazione	220,7	159	161	166	146	....	105	....
Congresso	220,7	157	183	192	176	....	151	....
FMI	220,7	163	173	....	....	....	....	....
Per memoria:								
Obiettivi del «Gramm-Rudman-Hollings Act» originario	171,9	144	108	72	36	0		
Obiettivi del «Gramm-Rudman-Hollings Act» rivisto			144	136	100	64	28	0

Fonti: FMI, selezioni di stampa.
(1) Valori effettivi

L'andamento del dollaro e lo SME

La pressione al ribasso sul dollaro è stata intensa fino a maggio ed è stata contrastata da ampi interventi a sostegno da parte delle banche centrali dei principali paesi, oltre che dalle variazioni dei differenziali di interesse ora descritte. Nei primi cinque mesi dell'anno gli interventi a sostegno del dollaro hanno superato il disavanzo delle partite correnti degli Stati Uniti; in quel periodo il dollaro si è deprezzato del 10,2 per cento rispetto al marco tedesco e del 13,4 per cento rispetto allo yen (fig. 2). In termini effettivi la flessione del dollaro è stata all'incirca dello stesso ordine di grandezza perché le valute di alcuni paesi importanti per il commercio degli Stati Uniti, come il Canada, l'Australia, la Corea del Sud e Taiwan che si erano apprezzate poco o addirittura deprezzate fino a tutto il 1986, hanno avuto una forte correzione verso l'alto (fig. 2). La debolezza del dollaro ha tratto origine sia dal livello eccezionalmente elevato del disavanzo corrente degli Stati Uniti, sia dalla percezione da parte del mercato delle difficoltà di realizzare nelle politiche fiscali le correzioni necessarie in funzione del riassorbimento del disavanzo estero. Dopo un periodo iniziale di incertezza, l'azione di stabilizzazione, iniziata con gli accordi del Louvre di febbraio e confermata all'inizio di aprile in occasione della riunione di Washington del Gruppo dei Sette, è stata nel complesso efficace. A partire dal mese di maggio il dollaro ha preso ad apprezzarsi (tra maggio e metà agosto del 9 per cento nei confronti dello

yen e del 7,4 per cento nei confronti del marco); a questo rafforzamento ha contribuito anche l'accendersi delle tensioni nel Golfo Persico.

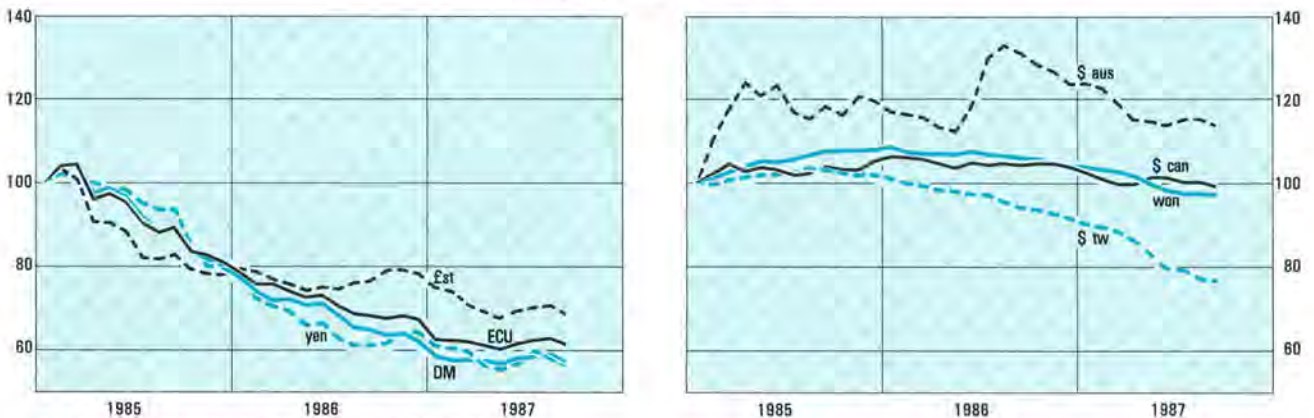
La debolezza del dollaro nei primi cinque mesi dell'anno ha condotto a nuove tensioni all'interno dello SME. L'11 gennaio si è deciso di riallineare le parità centrali, in seguito a forti pressioni al rialzo sul marco tedesco (cfr. Bollettino Economico n. 8). Dopo un periodo di calma nel mese di aprile, nuove pressioni al rialzo sono emerse su questa valuta. La Banca di Francia e la Banca d'Italia sono intervenute con vendite di marchi per sostenere le proprie monete, lasciando nel contempo scivolare il cambio all'interno della banda di fluttuazione (fig. 3).

Tali pressioni sono continuate dopo il rafforzamento del dollaro statunitense, anche per l'aumento, seppur lieve, dei tassi di interesse tedeschi, coinvolgendo in parte anche la corona danese e il franco belga, e sono divenute particolarmente intense sulla lira nella prima quindicina di agosto. Per la corona danese, l'indebolimento all'interno della banda dal mese di giugno alla metà di agosto non è stato contrastato da interventi da parte della banca centrale.

A queste tensioni hanno contribuito, in presenza della già citata lievitazione dei tassi di mercato monetario nella Germania federale, la riduzione degli stessi in Francia e la forte espansione della domanda interna, con conseguente deterioramento dei conti con l'estero, soprattutto in Italia. Per il nostro paese, inoltre, il processo di liberalizzazione dei movimenti di capitali ha fatto

Fig. 2

Tassi di cambio bilaterali del dollaro (1)
(indici gennaio 1985 = 100)



(1) I cambi bilaterali sono espressi in unità di valuta per dollaro.

Fig. 3

Scarti delle quotazioni di mercato rispetto alle parità dello SME

(percentuali)



emergere con maggior evidenza che in passato le tendenze insufficientemente convergenti, rispetto agli altri paesi dello SME, delle politiche interne, soprattutto nella finanza pubblica. Le tensioni sulla lira si sono allentate dopo l'introduzione dei controlli sui movimenti valutarî e del massimale sul credito a metà settembre (si vedano le sezioni seguenti), e l'attenuarsi delle attese di riallineamento dopo la riunione informale del Consiglio ECOFIN svoltosi a Nyborg.

In seguito alle tensioni registratesi all'interno dello SME in occasione del riallineamento di gennaio, il Consiglio ECOFIN aveva dato mandato al Comitato dei Governatori e al Comitato monetario di esaminare eventuali ipotesi di miglioramento dei meccanismi operativi del sistema, anche al fine di adattarli all'aumentato grado di integrazione finanziaria. Varie misure di rafforzamento del Sistema sono state pertanto adottate dal Comitato dei Governatori e dal Consiglio ECOFIN (vedi riquadro).

Gli squilibri di parte corrente e il debito dei paesi in via di sviluppo

I volumi del commercio di Stati Uniti, Giappone e Germania federale hanno continuato a

muoversi nel primo semestre del 1987 nella direzione attesa. In particolare, le esportazioni degli Stati Uniti sono aumentate dell'8,7 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. La crescita delle importazioni si è invece quasi arrestata (0,3 per cento contro il 10,5 del primo semestre del 1986) (fig. 4). Il tasso di variazione delle esportazioni è stato prossimo allo zero nella Germania federale e negativo in Giappone (circa -2 per cento). Le importazioni sono cresciute in entrambi i paesi, ma a ritmi assai meno sostenuti che nel secondo semestre del 1986 (fig. 4).

La competitività, misurata sulla base dei tassi di cambio reali effettivi deflazionati con i prezzi all'ingrosso dei manufatti, è migliorata da dicembre 1986 a luglio 1987 del 4,5 per cento per gli Stati Uniti (tav. a10); per gli altri paesi si sono registrate variazioni più contenute, tranne che per il Regno Unito, dove il cambio reale si è deprezzato del 7 per cento circa.

Per il totale dei paesi industriali il Fondo monetario prevede un peggioramento del disavanzo delle partite correnti da 18 miliardi di dollari nel 1986 a 39 nel 1987 (tav. 2). Per quasi la metà, questo è attribuibile all'andamento delle partite correnti degli Stati Uniti, che si prevede passino da un disavanzo di circa 141 miliardi di dollari nel

Recenti modifiche nei meccanismi operativi dello SME

Nella riunione dell'8 settembre a Basilea il Comitato dei Governatori della CEE ha raggiunto un accordo sull'introduzione di alcune importanti modifiche dei meccanismi operativi degli accordi europei di cambio. Tali modifiche sono state presentate ai Ministri finanziari della CEE, riuniti a Nyborg insieme con i Governatori per l'usuale incontro informale d'autunno. Il Consiglio informale ha espresso piena soddisfazione per le decisioni dei Governatori, che si inquadrano nel processo di rafforzamento dello SME, e ha inoltre assunto ulteriori decisioni riguardanti il rafforzamento del processo di sorveglianza comunitaria delle politiche economiche dei paesi membri e l'ulteriore sviluppo del processo di liberalizzazione dei movimenti di capitali in Europa.

Le decisioni dei Governatori

Fino ad ora, nella pratica del Sistema, l'accesso alla facilitazione di credito a brevissimo termine per l'effettuazione di interventi all'interno della banda di oscillazione degli accordi di cambio (interventi «intra-marginali») era consentito solo previo accordo fra banche centrali. Tale facilitazione era invece attivabile automaticamente e senza limiti di ammontare per gli interventi effettuati ai margini obbligatori. Poiché una larga parte degli interventi in valute comunitarie viene effettuata entro i margini, nel corso del tempo tale limitazione è apparsa progressivamente meno giustificata. I Governatori hanno ora corretto tale limitazione del sistema stabilendo che vi sarà d'ora in poi una presunzione che gli interventi intramarginali effettuati con il consenso della banca centrale che emette la valuta di intervento siano anche ammessi al finanziamento attraverso la facilitazione di credito a brevissimo termine. Tale finanziamento ha però limiti di ammontare, in quanto non può superare il doppio della quota debitrice di ciascun paese nel meccanismo di sostegno a breve termine (cfr. tavola). La banca centrale debitrice dovrà anche essere disposta a utilizzare per gli interventi i propri averi nella valuta di intervento «in ammontari da concordare». La banca centrale creditrice mantiene la possibilità di chiedere la restituzione dei finanziamenti così accesi nella propria valuta, qualora ciò appaia necessario a fini di controllo monetario

interno, e non determini eccessive difficoltà per la banca centrale debitrice, tenuto conto della composizione delle sue riserve.

Quote debtrici nel meccanismo di sostegno monetario a breve termine (milioni di ECU)

PAESI	Quote debtrici
Belgio	580
Danimarca	260
Germania	1740
Grecia	150
Spagna	725
Francia	1740
Irlanda	100
Italia	1160
Olanda	580
Portogallo	145
Inghilterra	1740

Contemporaneamente, i Governatori hanno anche deciso di estendere la durata iniziale massima dei finanziamenti concessi nell'ambito della facilitazione di credito a brevissimo termine da due mesi e mezzo a tre mesi e mezzo. Tali finanziamenti saranno, come già in precedenza, rinnovabili automaticamente per un periodo di tre mesi; il limite massimo del rinnovo, pari finora alla quota debitrice di ciascun paese nel meccanismo di sostegno a breve termine, viene raddoppiato.

Infine, pur senza modificare per ora le regole formali, i Governatori hanno deciso che il regolamento in ECU ufficiali dei debiti in essere nella facilitazione di credito a brevissimo termine verrà accettato in pratica oltre il limite attuale del 50 per cento dei debiti stessi e fino al 100 per cento, purché ciò non risulti in una composizione squilibrata delle riserve del paese creditore o nella accumulazione di posizioni creditrici e debtrici eccessivamente ampie nei conti ECU in essere presso il FECoM.

Tali modifiche nei meccanismi operativi si inquadrano in una strategia di rafforzamento dei metodi gestionali del sistema che si rende necessaria in condizioni di crescente mobilità dei capitali e integrazione internazionale dei mercati finanziari. I Governatori hanno convenuto infatti di rinforzare le procedure di sorveglianza congiunta degli sviluppi sul mercato dei cambi, riconoscendo che la situazione attuale richiede da un lato un più stretto coordinamento delle azioni intraprese di fronte all'emergere di tensioni, dall'altro un uso più pronto e flessibile dei tassi di interesse, accanto agli interventi, nonché una accresciuta disponibilità a lasciare oscillare il cambio nei due sensi all'interno della banda per scoraggiare l'assunzione di posizioni speculative.

Nel presentare le loro decisioni ai Ministri, i Governatori hanno sottolineato, nel loro rapporto, che:

- (i) la coesione degli accordi di cambio non può essere garantita attraverso i soli strumenti monetari; è necessario che le altre politiche economiche, in particolare quelle fiscali, contribuiscano in misura maggiore alla convergenza dei prezzi e dei costi e al mantenimento di posizioni equilibrate nei conti con l'estero;
- (ii) i riallineamenti delle parità centrali devono essere effettuati in modo da scoraggiare la speculazione; a tal fine è necessario evitare l'impressione che le autorità siano pronte a cedere alla speculazione, quando la situazione economica non giustifica una variazione delle parità; quando, poi, un riallineamento fosse necessario, la decisione deve essere presa rapidamente, evitando l'impressione che essa sia in qualche modo legata a scadenze politiche interne dei paesi; la dimensione dei riallineamenti, infine, deve essere limitata, in modo da contenerne le ripercussioni sulle quotazioni di mercato (e quindi i guadagni attesi della speculazione);
- (iii) i Governatori hanno anche ricordato l'obiettivo di ricondurre tutti i paesi della CEE alla piena accettazione degli accordi di cambio, riconoscendo che la decisione e la scelta del momento resta però un problema strettamente nazionale.

Altre decisioni del Consiglio

Il Consiglio ha approvato l'istituzione anche in seno al Comitato Monetario della CEE di procedure rinforzate di sorveglianza. Queste si articoleranno in due diversi livelli:

- (i) due volte l'anno il Comitato Monetario condurrà un approfondito esame delle politiche economiche e del quadro d'insieme della situazione economica della Comunità, utilizzando un sistema di indicatori non dissimile da quello utilizzato nell'ambito del Gruppo dei Sette, al fine di accertare i progressi compiuti nella convergenza delle economie, la compatibilità reciproca delle politiche perseguite e la loro adeguatezza ad assicurare la stabilità dei cambi e l'equilibrio esterno; i risultati e le valutazioni di tali esercizi potranno essere riferiti al Consiglio e divenire eventualmente oggetto di raccomandazioni;
- (ii) in occasione delle riunioni mensili, il Comitato Monetario seguirà strettamente l'evoluzione dei cambi, degli interventi e dei tassi d'interesse all'interno della CEE e nelle principali aree terze, al fine di promuovere valutazioni comuni delle situazioni e delle eventuali reazioni.

La Commissione, infine, ha esposto il programma di lavoro per il completamento del processo di eliminazione dei vincoli valutari, indicando l'intenzione di presentare il progetto di direttiva per la liberalizzazione delle transazioni monetarie entro la fine dell'anno in corso. Due problemi che occorrerà risolvere in questo contesto sono la natura e durata dei regimi transitori per i paesi di recente entrati a far parte della CEE e le difese e le cautele che occorrerà predisporre per evitare che la coesione degli accordi di cambio venga messa in pericolo da questo nuovo passo. Al riguardo, la Commissione propone, con il sostegno di molti paesi membri:

- (i) di estendere la possibilità di ricorso al meccanismo dei prestiti comunitari, attualmente limitato al finanziamento di squilibri di bilancia dei pagamenti, anche a paesi che attuino programmi di liberalizzazione dei mercati finanziari;
- (ii) di prevedere una nuova, specifica clausola di salvaguardia, che consenta il ricorso a controlli amministrativi temporanei (3, massimo 6 mesi) per fronteggiare movimenti di capitali destabilizzanti particolarmente intensi, sotto stretta supervisione comunitaria.

Il Consiglio ha preso atto delle intenzioni della Commissione e ha espresso pieno sostegno all'obiettivo di realizzare la completa libertà dei capitali in anticipo rispetto alla scadenza del 1992 prevista dall'Atto Unico europeo per la realizzazione del Mercato Interno.

1986 a uno di 152 nell'anno in corso. Neppure per gli avanzi correnti giapponese e tedesco il Fondo monetario prevede riduzioni significative, nonostante la perdita di competitività connessa con il notevole deprezzamento del dollaro. A ciò contribuisce il fatto che, da un lato, il crescente attivo finanziario sull'estero gonfia la voce «interessi netti» di questi paesi; dall'altro, l'effetto positivo dell'apprezzamento sulle ragioni di scambio sembra ancora dominare il peggioramento del saldo degli scambi in volume.

Secondo le previsioni del Fondo monetario il disavanzo di parte corrente dei paesi in via di sviluppo non esportatori di fonti di energia dovrebbe migliorare marginalmente, da circa 9 miliardi di dollari nel 1986 a circa 8 nel 1987, mentre quello dei paesi esportatori di fonti di energia dovrebbe ridursi da 38 miliardi a 12 (tav. 2), grazie sia all'andamento favorevole delle ragioni di scambio, sia all'ulteriore contrazione del volume delle loro importazioni (12 per cento previsto per il 1987, contro il 20,5 nel 1986).

Nell'anno in corso è anche previsto un certo miglioramento nei rapporti debito-esportazioni, debito-prodotto interno lordo e servizio del debito-esportazioni dei PVS non esportatori di fonti di energia, per i quali la crescita reale dovrebbe attestarsi sul 4,8 per cento. Il rapporto debito estero-esportazioni, in particolare, dovrebbe scendere dal 168 per cento nel 1986 al 159 nel 1987, e il rapporto servizio del debito-esportazioni dal 24 al 23 per cento.

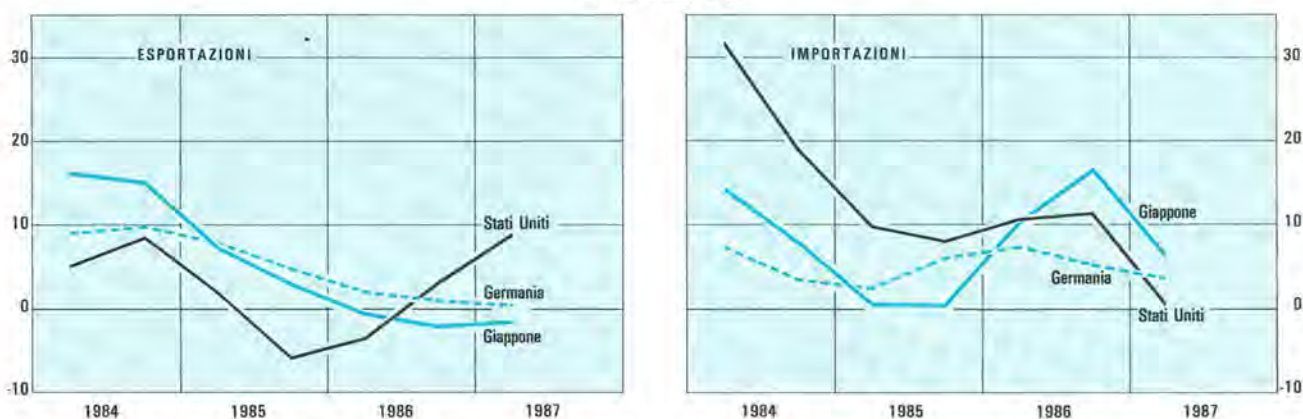
La situazione debitoria rimane preoccupante per i quindici paesi maggiormente indebitati. Le ragioni di scambio, dopo essere peggiorate del 15 per cento nel 1986, dovrebbero deteriorarsi ulteriormente dell'1 per cento nel 1987 e il disavanzo corrente di questi paesi dovrebbe restare a livelli elevati (11 miliardi di dollari nel 1987 contro 15 nel 1986); nello stesso periodo, il rapporto tra servizio del debito ed esportazioni dovrebbe salire dal 51 al 52 per cento (rispetto a valori compresi tra 42 e 44 nel periodo 1983-85). Il debito estero dovrebbe mantenersi uguale a circa tre volte e mezzo il valore annuo delle esportazioni e a metà del prodotto interno lordo.

Gli andamenti sono peraltro notevolmente diversi da paese a paese. In Messico si è avuto un miglioramento delle prospettive a breve termine: la ripresa del prezzo del petrolio e la rapida crescita delle esportazioni non petrolifere hanno, infatti, portato a un forte aumento delle riserve valutarie (passate da 5,7 miliardi di dollari a fine 1986 a 14,6 nell'agosto scorso). In Argentina e in Brasile, invece, i programmi di risanamento messi in atto l'anno scorso incontrano notevoli difficoltà. In particolare, in Argentina si registra un progressivo deterioramento nella bilancia commerciale. Nel mese di ottobre l'Argentina ha adottato un programma di risanamento comprendente un blocco dei prezzi e dei salari e un deprezzamento del tasso di cambio. Sono inoltre stati annunciati inasprimenti fiscali tendenti a ridurre il disavanzo pubblico. In Brasile l'inflazione è in

Fig. 4

Esportazioni ed importazioni di merci

(in volume) (*)



(*) Variazioni percentuali rispetto al semestre corrispondente.

Tav. 2

Saldi commerciali e correnti
(miliardi di dollari)

PAESI	1985		1986		1987	
	(a)	(b)	(a)	(b)	(a)	(b)
Stati Uniti	-122,2	-116,4	-144,3	-141,4	-155,0 (1)	-152,1
Altri paesi industriali	83,1	65,0	143,7	123,3	137,5	113,2
di cui:						
Giappone	56,0	49,3	92,8	85,8	95,0 (1)	85,1
Germania federale	27,0	15,2	53,6	37,2	62,0 (1)	40,7
Totale paesi industriali	-39,1	-51,4	0,6	-18,1	-20,3	-38,9
Paesi esportatori di fonti di energia	67,4	3,0	14,4	-37,9	40,6	-11,9
Altri paesi in via di sviluppo	-21,9	-26,9	-6,3	-9,2	-6,7	-7,7

Fonte: FMI.

(a) Saldo commerciale (fob-fob). — (b) Saldo corrente. — (1) Stime Banca d'Italia.

forte ascesa; inoltre, la parziale sospensione dei pagamenti relativi al servizio del debito estero, annunciata nel febbraio, e il rifiuto di concordare un programma con il FMI, allontanano le possibilità di accordo su un pacchetto di rifinanziamento.

In parte a causa del continuo peggioramento delle ragioni di scambio, rimane critica la situazione economica e finanziaria dei paesi più poveri. Nel 1987 i paesi dell'Africa sub-sahariana dovrebbero registrare una diminuzione del reddito *pro capite* dello 0,8 per cento. Si dovrebbero altresì verificare un sensibile aumento nel disavanzo di parte corrente e un incremento del rapporto tra servizio del debito ed esportazioni, che raggiungerebbe il livello più alto mai registrato (30 per cento).

A causa del perdurare di difficoltà finanziarie in molti PVS debitori, in occasione dell'Assemblea annuale del Fondo monetario e della Banca mondiale, svoltasi alla fine dello scorso mese di settembre a Washington, è stato deciso di mantenere immutati per il 1988 i limiti di accesso alle risorse del FMI. Inoltre, in seguito all'assenso di massima dato dagli Stati Uniti, si è più vicini a un accordo per un aumento del capitale della Banca mondiale, che dovrebbe essere compreso tra i 40 e gli 80 miliardi di dollari. Proseguono i negoziati per potenziare la *Structural Adjustment Facility* del

FMI, che concede prestiti a condizioni agevolate ai paesi più poveri: su questo punto il raggiungimento di un accordo non appare però imminente, e potrebbe essere ritardato dalla eventuale decisione di procedere in tempi rapidi all'aumento del capitale della Banca mondiale.

I mercati finanziari internazionali

Dopo tre anni di forte crescita, nella prima metà del 1987 si è registrata una riduzione dell'attività sui mercati finanziari internazionali: il totale dei finanziamenti lordi è risultato pari a 150,2 miliardi di dollari contro i 157 miliardi del primo semestre del 1986 (tav. 3). Questa inversione di tendenza va attribuita soprattutto alla debolezza della domanda, legata alla crescente incertezza sull'andamento dei tassi di cambio tra le principali valute e al rafforzarsi delle aspettative di aumento dei tassi d'interesse.

Il ricorso al mercato obbligazionario nel primo semestre dell'anno in corso è stato pari a 102 miliardi di dollari con una riduzione dell'8 per cento rispetto allo stesso periodo del 1986. L'attività in questo comparto è stata soprattutto caratterizzata da tre elementi: il crollo delle emissioni di titoli a reddito variabile; la notevole ridu-

Tav. 3

Mercati internazionali dei capitali
(miliardi di dollari)

VOCI	1985	1986	1986 I semestre (6)	1987 I semestre
Emissioni lorde di obbligazioni (1)	169,0	228,1	111,4	101,6
<i>di cui: a tasso variabile</i>	58,7	51,2	17,9	5,0
Crediti sindacati (2)	61,1	63,2	28,9	37,4
Back-up facilities (3)	48,9	30,0	16,7	11,2
Totale finanziamenti lordi	279,1	321,4	157,0	150,2
<i>Per memoria:</i>				
<i>Composizione percentuale per paesi prenditori</i>				
Area OCSE	82,4	89,0	87,7	85,0
PVS	9,9	6,0	7,0	10,0
<i>di cui: esportatori di petrolio (4)</i>	1,7	1,5	2,0	5,9
Altri	7,7	5,0	5,3	5,0
<i>Composizione percentuale per valuta delle emissioni lorde di obbligazioni (5)</i>				
Dollaro USA	53,9	53,5	.....	35,3
Yen	9,6	10,4	.....	17,6
Marco tedesco	8,5	8,0	.....	9,2
Franco svizzero	11,3	10,9	.....	9,8
Sterlina	3,9	4,5	.....	8,9
ECU	5,3	3,4	.....	5,1
Altri	7,5	9,3	.....	14,1

Fonte: OCSE.

(1) Emissioni sull'euromercato ed emissioni estere sui mercati nazionali. — (2) Eurocrediti e crediti esteri a medio e a lungo termine annunciati. — (3) Linee di credito concesse in appoggio all'emissione dei titoli. — (4) Incluso il Messico. — (5) Valute convertite in dollari a tassi di cambio costanti (fine 1986). — (6) A causa di modifiche nella base di riferimento, i dati semestrali a cambi costanti relativi alla composizione per valuta non sono disponibili per il 1986.

zione della quota delle emissioni in dollari; la crescita sostenuta delle emissioni di obbligazioni legate a titoli azionari (obbligazioni convertibili e con *warrants*).

Il comparto delle obbligazioni a tasso variabile (*floating rate notes-FRN*), le cui emissioni sono scese a 5 miliardi di dollari contro i 17,9 e i 33,3, rispettivamente nel primo e secondo semestre 1986, ha risentito della rapida discesa delle quotazioni sul mercato secondario avvenuta nel dicembre dello scorso anno. La discesa delle quotazioni va ricondotta a sua volta all'accentuata concorrenza tra gli intermediari finanziari che ha determinato una politica di prezzo eccessivamente aggressiva. In contrasto con quanto avvenuto per le FRN, le emissioni di obbligazioni collegate a titoli azionari sono sensibilmente aumentate, passando da 11,6 miliardi di dollari nel

primo semestre del 1986 a 17,2 miliardi nel 1987, favorite dalla tendenza rialzista nelle principali piazze finanziarie.

Anche il mercato dei crediti sindacati ha evidenziato segni di moderato recupero, invertendo un *trend* che durava da alcuni anni: il totale dei finanziamenti lordi è stato di 37,4 miliardi di dollari. Un fattore alla base di tale recupero è il ritorno al mercato da parte dei debitori di buona qualità, come alternativa alla raccolta di fondi sul mercato delle FRN. Il comparto delle *back-up facilities* e quello degli *Euro-Commercial Paper* (ECP) hanno invece registrato una contrazione.

Il primo semestre del 1987 è stato inoltre caratterizzato da un certo numero di novità nell'evoluzione della crisi del debito dei paesi in via di sviluppo (vedi la rubrica Note).

La congiuntura italiana e la bilancia dei pagamenti

La congiuntura economica in Italia è stata caratterizzata nel primo semestre dell'anno dall'esaurirsi delle spinte internazionali alla disinflazione e da una fase di forte crescita della domanda interna e del prodotto.

Gli effetti sul potere d'acquisto delle famiglie derivanti dai guadagni nelle ragioni di scambio realizzati nel corso del 1986, unitamente all'incremento del reddito disponibile conseguente al concentrarsi dei rinnovi contrattuali, hanno accresciuto notevolmente la spesa per consumi, in particolare di beni durevoli. La dinamica degli investimenti fissi lordi è stata più moderata, anche se la componente in macchine, attrezzature e mezzi di trasporto ha presentato elevati tassi di crescita.

L'andamento particolarmente sostenuto dell'attività economica interna si è realizzato in un contesto internazionale caratterizzato dal ridursi della domanda non solo negli Stati Uniti e in Giappone, ma anche in Francia e nella Germania federale, i due principali *partners* commerciali dell'Italia. La dinamica fortemente differenziata del ciclo relativo, insieme con il peggioramento della posizione competitiva occorsa nella seconda parte dell'anno passato, hanno determinato un forte incremento delle importazioni e una riduzione delle esportazioni. Gli effetti sulla bilancia commerciale sono stati accentuati dalla ripresa delle quotazioni petrolifere, per cui il deficit dell'interscambio del primo semestre è salito a 9.100 miliardi contro i 6.700 miliardi del corrispondente semestre del 1986 (dati doganali).

L'arresto della discesa del dollaro e l'inversione di tendenza nelle quotazioni del petrolio si sono riflessi anche sull'inflazione: i prezzi all'ingrosso sono tornati a presentare variazioni positive sul periodo corrispondente già all'inizio dell'anno, mentre vi è stata una significativa accelerazione nei tassi di crescita dei prezzi della produzione industriale. La variazione di questi ultimi è stata superiore all'incremento dei costi di produzione, mentre i valori medi unitari all'esportazione sono rimasti sui livelli raggiunti nella media

del 1986. Nello stesso periodo la dinamica dei prezzi al consumo si è stabilizzata su tassi di poco superiori al 4 per cento, come conseguenza sia dei consueti ritardi con cui le variazioni dei prezzi alla produzione vengono trasmesse al dettaglio, sia di un'evoluzione più favorevole dei costi dei fattori produttivi utilizzati nel settore commerciale. Il differenziale d'inflazione dell'Italia nei confronti dei paesi dell'OCSE ha continuato gradualmente a ridursi, da 3,9 punti percentuali nel primo trimestre del 1986, a 1 punto nel secondo trimestre del 1987.

La crescita del prodotto ha avuto effetti molto limitati sull'occupazione; particolarmente significativa è stata invece la riduzione delle ore concesse di Cassa integrazione, ormai in fase di costante calo dall'inizio del 1985. Poiché l'offerta di lavoro è cresciuta, sia per fenomeni demografici, sia per la maggiore partecipazione femminile, si è avuto un ulteriore aumento del tasso di disoccupazione. Inoltre è divenuto sempre più evidente il contrasto tra l'evoluzione nel Centro-Nord, in cui il tasso di disoccupazione è stagnante o in lieve diminuzione, e quella nel Meridione dove continua a presentare rilevanti incrementi.

La domanda interna e l'offerta industriale

Nel primo semestre dell'anno lo sviluppo del prodotto in termini reali è stato elevato, soprattutto per il contributo della domanda interna. Tra le varie componenti di quest'ultima i consumi delle famiglie sono cresciuti a ritmi molto sostenuti per effetto dell'aumento del reddito disponibile, in seguito ai rinnovi contrattuali, ma anche per i forti guadagni nelle ragioni di scambio realizzati nel corso del 1986, che si sono riflessi soprattutto nella prima metà dell'anno in corso. In modo particolare la maggiore capacità di spesa delle famiglie si è indirizzata verso i consumi di beni durevoli e semidurevoli, cresciuti dell'8 per cento rispetto al periodo corrispondente. Vice-

Indicatori di capacità

Ormai da molti anni è stato riconosciuto il rilievo che il grado di utilizzo degli impianti (o della capacità produttiva) ha come variabile fondamentale nella determinazione dell'inflazione, del commercio con l'estero e degli investimenti. La sua corretta misurazione è tuttavia molto difficile a causa dell'impossibilità pratica di rilevare direttamente il potenziale produttivo dell'industria. È stata quindi sviluppata una serie di tecniche che fornisce misure approssimate della capacità produttiva; tra queste, le due procedure maggiormente diffuse sono rappresentate dal metodo Wharton, basato sull'interpolazione degli indici di produzione, e dalle inchieste condotte presso le imprese, in Italia svolte dall'Isco.

Fig. 1



Dall'esame delle due misurazioni per gli anni ottanta emerge una forte somiglianza nell'andamento (fig. 1), con una differenza di livello che può essere at-

tribuita alle diverse metodologie di calcolo. Secondo entrambi gli indici il ciclo nell'industria raggiunge il punto di massimo nel primo trimestre del 1980 per poi gradualmente declinare fino al 1983. Dalla fine di quell'anno si registra una fase di ripresa che rimane però abbastanza contenuta fino alla metà del 1986, per poi accelerare fortemente. Nella prima parte del 1987, secondo l'inchiesta Isco, si sarebbe ritornati ai livelli massimi di utilizzo raggiunti all'inizio del 1980; secondo l'indice Wharton non saremmo ancora arrivati ai valori massimi di utilizzo osservati storicamente, anche se la differenza rispetto a questi sarebbe ormai molto ridotta. Sulla base delle due misurazioni emerge inoltre che, con il 1983, si è chiusa la fase di ridimensionamento dell'apparato industriale e che, da allora, è nuovamente in espansione il potenziale produttivo. I tassi di crescita di quest'ultimo sono, tuttavia, ancora molto limitati e largamente inferiori a quelli prevalenti nel corso degli anni settanta.

Ulteriori informazioni possono ricavarsi dall'analisi dell'inchiesta qualitativa che l'Isco conduce a fianco della rilevazione quantitativa: in tal caso viene chiesto all'impresa di valutare in che misura il proprio potenziale produttivo sia sufficiente di fronte all'evoluzione della domanda prevista nei successivi dodici mesi. L'esame di questo ulteriore indicatore (fig. 2) sembra confermare i risultati ottenuti con il metodo Wharton in quanto il numero delle imprese che giudicano più che sufficiente la propria capacità produttiva è ancora superiore, pur se di poco, ai livelli raggiunti nel 1980.

Dall'analisi dei tre indicatori presentati emerge quindi, nonostante la diversità delle metodologie impiegate, una sostanziale uniformità sulla valutazione della fase ciclica nella prima metà dell'anno: il grado

versa, l'insoddisfacente livello di attività economica dell'estero si è riflesso in una riduzione delle esportazioni, a cui ha contribuito il peggioramento di competitività registrato alla fine dello scorso anno in seguito soprattutto alla svalutazione del dollaro e della sterlina.

Gli investimenti fissi lordi hanno mostrato una ripresa che nasconde una dinamica particolarmente differenziata tra le diverse componenti; al sensibile incremento degli investimenti in im-

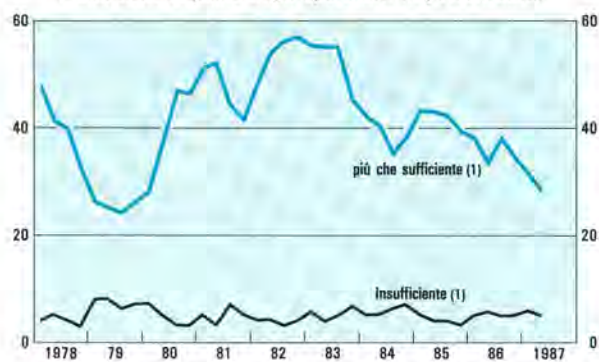
pianti e macchinari si è contrapposta una stazionarietà degli investimenti in costruzioni. La crescita dei primi è attribuibile alla prosecuzione del processo di rinnovamento e di automazione che ha caratterizzato l'industria italiana negli anni ottanta, alle condizioni di redditività in media molto favorevoli e alla significativa riduzione dei margini di capacità inutilizzata (si veda il riquadro sugli indicatori di capacità). Il ristagno degli investimenti in costruzioni conferma invece la

di utilizzo degli impianti nella media del sistema industriale è cresciuto notevolmente, indicando la possibilità di situazioni di tensione nel mercato dei beni.

Fig. 2

Capacità produttiva - Indicatore qualitativo
Inchiesta ISCO-ME

(saldi delle risposte degli operatori, in percentuale)



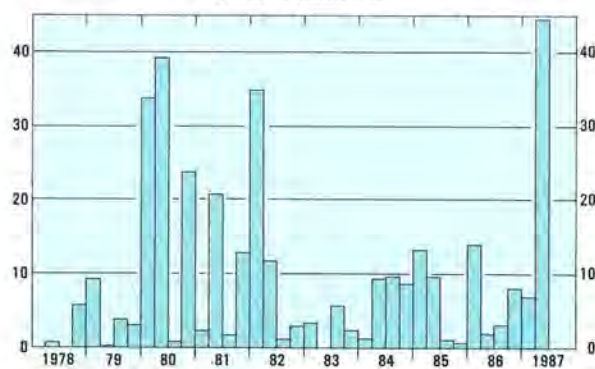
(1) Giudizio formulato tenendo conto dell'evoluzione della domanda nei successivi 12 mesi

In aggiunta alla considerazione del dato medio, nel valutare le condizioni cicliche del sistema industriale, è però necessario considerare anche la rilevanza e l'entità di eventuali strozzature settoriali: uno stesso grado medio di utilizzo può infatti corrispondere a condizioni di tensione omogenee tra i vari settori o, viceversa, a strozzature in alcuni comparti e a elevati margini di capacità inutilizzata in altri. Nella figura 3 è riportato un semplice indice di diffusione delle strozzature settoriali calcolato contando quante serie raggiungono un picco in ciascun trimestre sulla base del metodo Wharton; per tenere conto della diversa im-

portanza dei vari settori, ciascun picco viene ponderato con il peso del settore sull'indice generale di produzione industriale. Si tratta di una misura approssimativa che, tuttavia, può fornire un'idea di massima del grado di costrizione esercitato dal lato dell'offerta sul mercato dei prodotti industriali. Dall'esame della figura si nota come nel secondo trimestre del 1987 l'indice presenti dei valori ben superiori a quelli raggiunti nel 1980: oltre il 40 per cento dei settori considerati raggiunge il pieno utilizzo degli impianti. Si tratta di valori che mostrano, pur con la cautela necessaria per la provvisorietà delle stime del potenziale per gli ultimi dati, una forte differenziazione nel grado di utilizzo dei vari comparti industriali. Una simile situazione, al di là delle condizioni prevalenti in media, può avere avuto effetti macroeconomici significativi stimolando le importazioni e contribuendo all'accelerazione dei prezzi industriali.

Fig. 3

Entità delle strozzature settoriali
(valori percentuali)



Fonte: Elaborazioni su dati Istat.

crisi strutturale del settore legata alle difficoltà dell'edilizia residenziale e ai ritardi nell'esecuzione delle opere pubbliche.

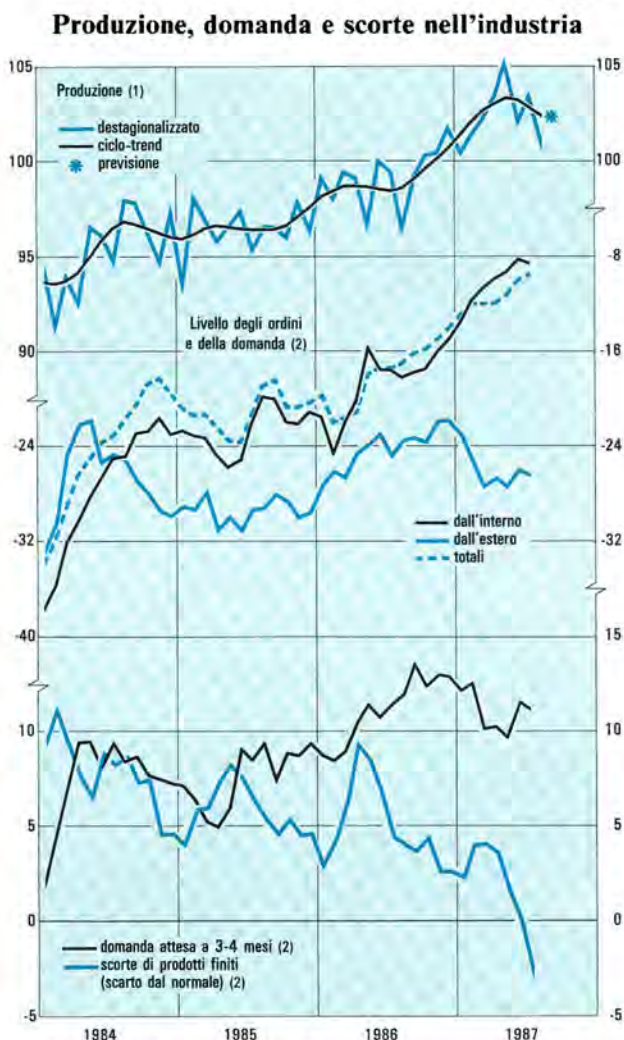
L'elevata crescita della domanda interna ha determinato un significativo incremento nell'attività industriale (fig. 5). Nei primi sei mesi dell'anno, sulla base dei dati rettificati e destagionalizzati, si è avuto un aumento del 3,0 per cento rispetto al periodo precedente e del 3,8 per cento rispetto a quello corrispondente; il livello del-

l'indice di produzione ha raggiunto valori massimi.

La ripresa non ha interessato in maniera omogenea i diversi settori industriali; in alcuni comparti si sono avuti tassi d'incremento molto elevati (superiori al 10 per cento per le macchine per ufficio ed elaborazioni dati, per gli strumenti di precisione e per il legno e mobilio), in altri si è addirittura avuta una flessione dei livelli produttivi (minerali metalliferi, calzature, abbigliamento e

PELLI E CUOIO). Si tratta di un'evoluzione in forte contrasto con l'esperienza di precedenti fasi cicliche, in cui la crescita produttiva tendeva a diffondersi in modo più uniforme ai vari settori industriali.

Fig. 5



(1) Indice della produzione industriale, dati rettificati e destagionalizzati (1980 = 100); elaborazione su dati Istat. Il ciclo-trend viene calcolato adottando la procedura di Henderson. La previsione è basata sui consumi di elettricità. — (2) Medie mobili (di tre termini centrate) dei saldi mensili delle risposte degli operatori rilevate con l'indagine ISCO-ME, dati destagionalizzati ad eccezione delle scorte di prodotti finiti.

La forte ripresa dell'attività economica ha determinato un aumento del grado di utilizzo degli impianti che, per la prima volta dall'inizio di questo ciclo, si è avvicinato ai livelli raggiunti nei primi mesi del 1980, nonostante il graduale am-

pliamento del potenziale produttivo. Anche sotto questo profilo la situazione è fortemente differenziata con settori che hanno raggiunto il pieno utilizzo della capacità e settori contraddistinti da un ampio margine di potenziale produttivo non impiegato. Rispetto ad analoghe fasi cicliche del recente passato sembra, quindi, emergere una difficoltà crescente nelle capacità di adeguamento dell'offerta industriale interna alla mutata composizione della domanda aggregata.

Le ultime inchieste congiunturali indicano per il periodo estivo una pausa nella fase di crescita degli ordini e della produzione, mentre il divario tra la domanda dall'estero e dall'interno, che si era accentuato nella prima parte dell'anno, sembra essersi arrestato. Le aspettative a due-tre mesi rimangono ancora favorevoli, in presenza di un livello delle scorte di prodotti finiti inferiore rispetto al normale.

L'occupazione, il costo del lavoro e i prezzi

Nonostante il migliorato clima congiunturale i dati delle più recenti inchieste sulle forze di lavoro mostrano un aggravamento dello squilibrio tra domanda e offerta: nel primo semestre l'occupazione è rimasta stazionaria, contro un aumento di 200 mila unità nelle forze di lavoro rispetto al corrispondente periodo del 1986.

Dal lato della domanda di lavoro vi sono state dinamiche fortemente differenziate da settore a settore. L'occupazione si è ridotta nell'industria in senso stretto, nell'edilizia e in agricoltura (rispettivamente, 200 mila unità per i primi due settori e 90 mila unità per l'ultimo), mentre l'aumento della domanda si è concentrato nel settore dei servizi, sia privati, sia pubblici.

La dinamica dell'occupazione è meno insoddisfacente se si tiene conto della Cassa integrazione; nei primi sei mesi dell'anno si è infatti avuta una riduzione di oltre il 20 per cento nelle ore concesse per integrazione salariale. Le imprese industriali di fronte alla ripresa del ciclo economico hanno reagito aumentando l'impiego del fattore lavoro, principalmente attraverso il ricorso all'utilizzo di lavoratori posti in Cassa integrazione. Correggendo i dati dell'occupazione per tenere conto del minor ricorso alle integrazioni sa-

lariali si ha una diminuzione dell'occupazione industriale di 130 mila unità contro una riduzione di 200 mila persone, che risulta dall'indagine sulle forze di lavoro. Infine, per quanto riguarda la composizione degli interventi di integrazione salariale, risultano in calo anche quelli straordinari, la cui quota sul totale rimane comunque superiore all'80 per cento delle ore concesse complessivamente.

Tav. 4

**Tasso di disoccupazione e tasso di attività
per aree geografiche e per sesso**

ANNI	Nord	Centro	Sud	Italia
Tasso di disoccupazione				
1983	7,7	9,1	13,8	9,9
1984	8,1	9,1	13,6	10,1
1985	8,0	9,2	14,2	10,3
1986	8,0	9,7	16,5	11,1
1987 (*)	7,9	9,7	18,6	11,8
Tasso di attività				
1983	43,4	41,4	36,7	40,6
1984	43,6	41,8	36,5	40,7
1985	43,5	42,3	37,0	40,9
1986	44,1	42,6	37,7	41,5
1987 (*)	44,1	42,4	37,9	41,5

Fonte: Elaborazioni su dati Istat. Rilevazione campionaria delle forze di lavoro.
(*) Media del periodo Gennaio-Aprile.

Nella prima parte dell'anno l'offerta di lavoro è continuata ad aumentare per effetto della crescita della popolazione in età lavorativa e della maggiore partecipazione femminile. Per quanto riguarda la composizione della disoccupazione, dalle inchieste emerge un forte aumento nel numero delle altre persone in cerca di lavoro — la componente delle forze di lavoro meno stabile e maggiormente sensibile alle condizioni cicliche — mentre sembra ormai esaurirsi la fase di rapida crescita del numero di giovani in cerca di prima occupazione. Il tasso di disoccupazione è salito all'11,9 nel primo semestre del 1987, rispetto all'11,2 dell'anno precedente; correggendo i dati per la Cassa integrazione l'incremento nel tasso di disoccupazione è però significativamente inferiore (dal 12,5 al 12,8 per cento). In questa situa-

zione di peggioramento complessivo delle condizioni del mercato del lavoro va rilevato l'accen- tuarsi del divario tra le condizioni del Centro- Nord e quelle del Meridione (tav. 4). Nelle re- gioni centro-settentrionali vi è già una tendenza a una sia pur lieve riduzione del tasso di disoccupa- zione; nelle regioni meridionali, invece, si assiste a una rapida crescita della disoccupazione che si avvicina ormai al 20 per cento della forza di la- voro. La gravità della situazione è mostrata anche dal fatto che nel Meridione non vi è solo un forte incremento dell'offerta di lavoro, ma anche una riduzione dell'occupazione, molto rilevante in agricoltura e nell'industria, che la moderata cre- scita nei servizi non riesce a compensare.

La dinamica della produttività nell'industria manifatturiera è risultata in forte crescita nel primo semestre dell'anno (circa il 4 per cento sul periodo corrispondente), risentendo favorevol- mente della ripresa della domanda e della conti- nuazione della fase di ristrutturazione e raziona- lizzazione industriale (tav. 5).

Tav. 5

**Costi unitari totali e prezzi finali
nell'industria della trasformazione industriale**
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

VOCI	1985	1986	1987		
			I trim.	II trim.	I sem.
Costo del lavoro per unità di prodotto (1)	8,7	3,7	4,3	6,0	5,2
Produttività (1)	2,7	4,3	3,9	4,7	4,3
Costo del lavoro pro-ca- pite (1)	11,6	8,1	8,3	11,0	9,7
Prezzi <i>input</i> totali	7,0	-2,8	-2,7	0,4	-1,1
Nazionali	7,6	-1,1	-0,7	2,9	1,1
Esteri	6,3	-6,9	-7,1	-4,0	-5,6
Costi unitari totali	7,6	-0,4	0,0	2,6	1,3
Prezzi dell' <i>output</i>	7,5	3,9	3,1	3,5	3,3
.....					
Valori medi unitari delle esportazioni di manufatti	8,1	-0,8	-0,3	0,9	0,3

Fonte: Istat ed elaborazioni Banca d'Italia.
(1) Al netto della CIG.

Ancora più elevata è stata la crescita dei redditi da lavoro dipendente *pro capite* che, nonostante il contributo decrescente offerto dalla scala mobile, sono aumentati di circa il 10 per cento rispetto al primo semestre del 1986. Questo incremento è dovuto soprattutto al concentrarsi degli effetti dei rinnovi contrattuali nei principali settori industriali, e in parte (circa l'1 per cento) alla riduzione della fiscalizzazione degli oneri sociali. Con quest'ultimo provvedimento sono state modificate anche le modalità di sgravio degli oneri sociali che, anziché essere calcolate in percentuale sulle retribuzioni e distinte per sesso, sono ora stabilite in cifra fissa per dipendente e senza alcuna differenziazione tra il personale maschile e quello femminile.

La forte crescita della produttività ha contenuto l'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto al 5,2 per cento; data l'evoluzione favorevole nei prezzi degli altri fattori produttivi, l'incremento nei costi unitari totali è stato pari a circa 1 punto percentuale, rispetto a una riduzione di 2 punti registrata nel semestre precedente.

La crescita dei costi di produzione e la forte espansione della domanda hanno tuttavia portato all'arresto del processo di disinflazione che si era realizzato con continuità nel corso dell'anno precedente. Il tasso d'incremento dei prezzi dei prodotti manufatti è così passato dal 3,1 per cento di fine 1986 al 3,7 per cento nel mese di luglio di quest'anno. Valutata sul complesso dei prezzi all'ingrosso (che includono quelli delle fonti energetiche), l'inversione nel processo di disinflazione è stata ancora più evidente: dopo aver registrato una variazione sul periodo corrispondente del -2,5 per cento nel mese di dicembre 1986, si è verificata, infatti, una progressiva attenuazione degli effetti del *controschoc* petrolifero fino al primo trimestre del 1987, in cui si registrava una riduzione dello 0,4 per cento. Con il secondo trimestre si aveva già un tasso d'incremento positivo a distanza di un anno del 2,4 per cento che raggiungeva ad agosto il 4,1.

Per quanto riguarda la distribuzione al dettaglio, gli effetti del *controschoc* petrolifero e delle tensioni nella domanda sono risultati più contenuti; i tassi d'incremento dei prezzi al consumo sono saliti di solo mezzo punto percentuale tra dicembre 1986 e agosto 1987. La ripresa dell'inflazione al consumo è stata influenzata dalle deci-

sioni prese in tema di prezzi amministrati; per effetto soprattutto degli incrementi apportati alle tariffe (in particolare energia elettrica e canone radio-televisivo) il tasso di variazione tendenziale dei prezzi del complesso dei beni e servizi amministrati è passato dal 4,0 per cento di aprile al 4,9 di agosto.

Nel mese di settembre vi è stata un'ulteriore accelerazione del tasso di crescita dei prezzi al consumo, attribuibile prevalentemente alla decisione del Governo di rincarare i prodotti petroliferi e di aumentare le aliquote IVA sui beni di consumo durevoli.

Tenendo conto degli effetti di tale manovra sull'inflazione, in parte compensati dal raffreddamento della domanda aggregata e dall'ancora favorevole dinamica dei costi unitari di produzione, il tasso d'incremento dei prezzi al consumo dovrebbe essere nella media del 1987 molto vicino al 5 per cento, quasi di un punto superiore all'obiettivo d'inflazione programmato.

La bilancia dei pagamenti di parte corrente

Nei primi sei mesi del 1987 le partite correnti della bilancia dei pagamenti si sono chiuse con un disavanzo di circa 4.800 miliardi, più elevato di 1.000 miliardi rispetto alle risultanze del corrispondente semestre del 1986: a un peggioramento del disavanzo mercantile di circa 3.000 miliardi, si è contrapposto un favorevole andamento del saldo dei servizi e trasferimenti unilaterali (tav. 6).

Tav. 6

Partite correnti della bilancia dei pagamenti

(saldi in miliardi di lire)

VOCI	1986	1986 1 semestre	1987 1 semestre
Merci (fob-fob)	5.850	-1.201	-4.063
Viaggi all'estero	10.579	4.389	4.411
Redditi da capitale	-7.466	-4.714	-4.576
Trasferimenti pubblici	-4.451	-2.241	-1.378
di cui:			
nei confronti della CEE ..	-1.939	-964	748
Altre partite invisibili	1.565	-34	809
Totale	6.077	-3.801	-4.797

Depurato delle componenti stagionali lo squilibrio corrente si commisura a oltre 2.000 miliardi con una brusca inversione rispetto all'avanzo di 7.000 miliardi circa avutosi nel secondo semestre del 1986.

Il più elevato disavanzo commerciale è interamente dovuto alla sfavorevole evoluzione delle quantità scambiate: rispetto al semestre corrispondente, i volumi importati sono cresciuti del 7,6 per cento, quelli esportati sono calati del 3,7, mentre le ragioni di scambio sono migliorate di 7,8 punti percentuali (tav. 7). Queste ultime sono invece peggiorate dell'1,4 per cento rispetto al semestre finale del 1986 accentuando così il deterioramento dell'interscambio mercantile se confrontato rispetto alla seconda metà dell'anno passato.

Tav. 7

**Interscambio commerciale:
valori, prezzi, quantità e principali determinanti**
(variazioni percentuali)

VOCI	I sem. 86 I sem. 85	I sem. 87 I sem. 86
Esportazioni		
Valore	3,8	-4,0
Valore medio unitario	-3,3	-0,3
Quantità	7,3	-3,7
Importazioni		
Valore	-8,7	-0,7
Valore medio unitario	-14,0	-7,7
Quantità	6,2	7,6
Domanda globale	2,9	3,5
Capacità utilizzata	1,8	2,2
Domanda mondiale (1)	1,8	2,6
Compettività (2)	-1,4	4,1
Ragione di scambio (3)	12,8	7,8

Fonte: Elaborazioni su dati Istat, e FMI.

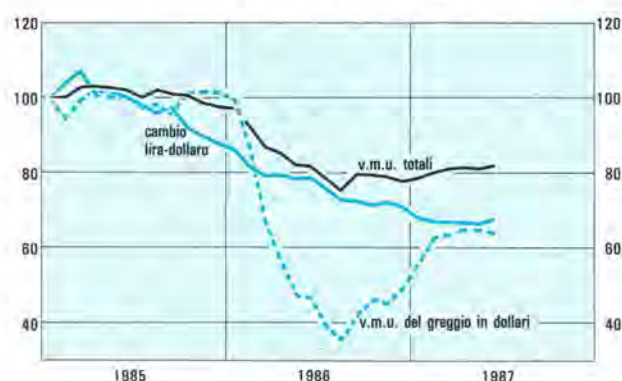
(1) Esportazioni dei paesi industriali, primi quattro mesi. — (2) Prezzi ingrosso: il segno (-) indica guadagno. — (3) Il segno (-) indica peggioramento.

L'evoluzione delle ragioni di scambio, in presenza di contenute variazioni dei prezzi all'esportazione, ha riflesso la dinamica delle quotazioni del greggio e del rapporto di cambio lira-dollaro. Il prezzo all'importazione del petrolio, valutato *c.i.f.*, è sceso da 19 a 12 dollari al barile tra il

primo e il secondo semestre del 1986, ed è poi risalito a oltre 17 nella media dei primi sei mesi dell'anno in corso (fig. 6). L'apprezzamento della lira nei confronti del dollaro si è pressoché interrotto all'inizio del 1987 quando il cambio con il dollaro si è stabilizzato intorno alle 1.300 lire; le variazioni rispetto ai dodici mesi precedenti tuttavia continuano a mostrare apprezzamenti della lira rispetto alla valuta statunitense che hanno accentuato il miglioramento e contenuto il peggioramento del prezzo in lire del petrolio rispetto al primo e al secondo semestre del 1986.

Fig. 6

**Valori medi unitari all'importazione
e principali determinanti**
(indici gennaio 1985 = 100)



Le variazioni congiunturali dei valori medi unitari all'esportazione, ma soprattutto di quelli all'importazione, mostrano che il peggioramento delle ragioni di scambio è iniziato nel gennaio del 1987 per effetto principalmente dell'accentuarsi della ripresa delle quotazioni del greggio, che dal mese di marzo si sono stabilizzate poco sopra i 18 dollari al barile.

L'andamento cedente delle quantità esportate, già iniziato negli ultimi mesi dell'anno passato, è avvenuto in presenza di una domanda mondiale piuttosto fiacca: le esportazioni del totale dei paesi industriali sono aumentate del 2,6 per cento nei primi quattro mesi del 1987. La più elevata dinamica della domanda interna rispetto a quella degli altri principali paesi industriali (fig. 7) ha contribuito a spingere gli imprenditori a privilegiare le vendite sul mercato interno rispetto a quelle all'estero che, soprattutto nel secondo tri-

mestre, sono state verosimilmente frenate dagli elevati livelli di capacità occupata. Lo sfasamento ciclico, divenuto considerevole nel trimestre aprile-giugno, ha trainato una rilevante crescita delle quantità importate che, in questi soli tre mesi, sono aumentate del 6 per cento circa.

Fig. 7

Indici di domanda interna

(1 trim. 1980 = 100)



Nella media del primo semestre, le importazioni di materie prime energetiche sono rimaste in volume sugli stessi livelli del periodo corrispondente, anche in conseguenza di un decumulo di scorte rispetto alla parte finale dell'anno passato quando erano largamente diffuse attese di rialzo nei prezzi dell'energia; successivamente, lo stabilizzarsi delle quotazioni ha eliminato fluttuazioni negli acquisti energetici. Tutte le altre componenti delle importazioni hanno mostrato tassi di incremento delle quantità importate superiori alla media; in particolare, è risultato elevato non solo l'aumento dei beni finali di investimento (16 per cento), che conferma l'elevata dipendenza dall'estero del processo di accumulazione, ma anche quello dei beni finali di consumo (13 per cento). I valori medi unitari dei manufatti importati sono diminuiti del 3 per cento, in linea con la contrazione dei prezzi degli stessi beni sui mercati internazionali; all'interno, invece, i prezzi dell'*output* della trasformazione industriale sono aumentati del 3,3 per cento in un mercato caratterizzato da limitazioni di offerta ed elevata dinamica della domanda interna.

Gli effetti ritardati delle perdite di competitività accumulate nel corso del 1986 hanno contribuito a frenare i nostri flussi di esportazione.

La competitività delle merci italiane, misurata con riferimento ai prezzi all'ingrosso dei manufatti dei tredici principali paesi concorrenti, nonostante il recupero di circa 2 punti percentuali avvenuto nei primi sei mesi del 1987, è peggiorata del 4,1 per cento rispetto al primo semestre del 1986, principalmente per effetto dell'apprezzamento del tasso di cambio reale con il dollaro. Nei confronti dei paesi comunitari la perdita di competitività tra i due semestri in esame è stata minore, pari all'1,9 per cento; i mutamenti più rilevanti sono intervenuti nei confronti del Regno Unito e dell'Irlanda (oltre il 10 per cento in entrambi i casi), più contenute sono state le perdite rispetto ai Paesi Bassi e alla Francia, mentre si sono registrati lievi guadagni di competitività con la Germania federale (0,5 per cento).

Lo squilibrio commerciale si è attenuato nei mesi di luglio e agosto, anche se depurato delle componenti stagionali; sulla base delle risultanze doganali rese note dall'Istat per i primi otto mesi, il disavanzo mercantile, comprensivo dei noli e delle assicurazioni sulle merci importate, ha superato i 7.000 miliardi con un aumento delle importazioni in termini nominali del 2,8 per cento, mentre il flusso di esportazioni è diminuito di un punto percentuale.

Il peggioramento del disavanzo commerciale è risultato da un miglioramento di circa 2.700 miliardi nell'interscambio di prodotti energetici e da un peggioramento di 6.400 del saldo non petrolifero; l'evoluzione più sfavorevole si è avuta nel comparto dei prodotti metalmeccanici e di quelli tessili, che hanno entrambi ridotto il loro avanzo, e in quello dei mezzi di trasporto (tav. 8).

L'andamento del saldo mercantile è derivato da un deterioramento dell'interscambio nei confronti di tutte le principali aree, ad eccezione dei paesi dell'OPEC e dell'Europa Orientale. Nel primo semestre del 1987 l'avanzo nei confronti degli Stati Uniti si è contratto da 3.071 a 2.266 miliardi. L'aumento del deficit verso la CEE (da 3.735 a 5.506 miliardi) è dovuto ai peggioramenti conseguiti nei confronti di Germania federale, Regno Unito, Belgio-Lussemburgo e Grecia, soltanto in parte compensati dai maggiori attivi verso il Portogallo e, soprattutto, verso la Spagna (da 85 a 717 miliardi; tav. 9).

Il saldo dei servizi e trasferimenti unilaterali è migliorato di oltre 2.000 miliardi rispetto al seme-

Tav. 8

Interscambio commerciale per gruppi di merce
(miliardi di lire)

VOCI	ESPORTAZIONI (fob)		IMPORTAZIONI (cif)		SALDO	
	gennaio-agosto		gennaio-agosto		gennaio-agosto	
	1986	1987	1986	1987	1986	1987
Prod. dell'agric., silvic. e pesca	8.280	8.495	2.752	2.585	-5.528	-5.910
Prodotti energetici	17.817	14.603	2.954	2.409	-14.863	-12.194
Minerali ferrosi e non ferrosi	9.136	8.654	4.712	4.058	-4.424	-4.596
Minerali e prodotti non metallici	1.651	1.781	3.768	3.852	2.117	2.071
Prodotti chimici	12.389	12.601	7.830	7.837	-4.559	-4.764
Prodotti metalmeccanici	18.579	21.247	30.562	30.892	11.983	9.645
Mezzi di trasporto	9.007	10.423	8.363	8.857	-644	-1.566
Prodotti alimentari, bevande, tabacco	8.875	8.991	3.765	3.668	-5.110	-5.323
Prodotti tessili, cuoio e abbigliamento	6.043	6.820	20.268	19.855	14.225	13.035
Altri prodotti	7.477	8.452	10.865	10.913	3.388	2.461
Totale	99.254	102.067	95.839	94.926	-3.415	-7.141

Fonte: Istat.

Tav. 9

Interscambio commerciale per paesi e gruppi di paesi
(miliardi di lire)

PAESI	ESPORTAZIONI		IMPORTAZIONI		SALDO	
	gennaio-giugno		gennaio-giugno		gennaio-giugno	
	1986	1987	1986	1987	1986	1987
CEE	38.691	39.635	42.426	45.141	-3.735	-5.506
Belgio-Lussemburgo	2.420	2.446	3.670	4.122	-1.250	-1.676
Francia	11.595	11.649	11.287	11.568	308	81
Germania Federale	12.856	13.386	15.287	16.694	-2.431	-3.308
Paesi Bassi	2.410	2.171	4.664	4.600	-2.254	-2.429
Regno Unito	5.156	4.944	4.008	4.246	1.148	698
Irlanda	191	177	314	344	-123	-167
Danimarca	693	633	777	819	-84	-186
Grecia	1.101	1.004	554	769	547	235
Spagna	1.722	2.437	1.637	1.719	85	718
Portogallo	547	788	228	260	319	528
Stati Uniti	7.833	6.540	4.762	4.274	3.071	2.266
Giappone	854	1.051	1.627	1.703	-773	-652
Canada	950	814	440	517	510	297
Europa Orientale	2.087	1.965	3.330	3.008	-1.243	-1.043
di cui: URSS	1.131	1.178	1.806	1.682	-675	-504
OPEC	5.202	3.636	9.189	6.297	-3.987	-2.661
di cui: Algeria	875	492	1.733	1.145	-858	-653
Arabia Saudita	1.253	970	1.461	888	-208	82
Libia	723	719	2.037	1.382	-1.314	-663
Iran	555	280	876	754	-321	-474
Altri	17.165	16.209	17.752	18.034	-587	-1.825
di cui: Cina	683	612	530	611	153	1
Totale ...	72.782	69.850	79.526	78.974	-6.744	-9.124

Fonte: Istat.

stre corrispondente. Le voci «Viaggi all'estero» e «Redditi da capitale» hanno dato luogo a saldi di ammontare pari a quelli del periodo corrispondente; si è invece ridotto il disavanzo dei trasferimenti pubblici ed è aumentato l'avanzo della posta residuale «Altre partite invisibili».

Le entrate turistiche sono cresciute dell'8,7 per cento; depurate dell'incremento dei prezzi al consumo in Italia (4,4 per cento), esse riflettono un incremento della spesa reale dei viaggiatori stranieri nel nostro paese del 4,1 per cento. Il turismo passivo ha mostrato una dinamica ben più accentuata: gli esborsi sono stati più elevati del 30 per cento rispetto a quelli del semestre corrispondente. La crescita del turismo italiano all'estero, in atto già da qualche anno ma particolarmente rilevante negli ultimi dodici mesi, è stata stimolata dallo sviluppo del reddito disponibile ed è stata assecondata dalla progressiva evoluzione della normativa valutaria in materia in atto fin dal maggio 1983.

Le contribuzioni al bilancio comunitario sono aumentate in relazione alla crescita del gettito dell'IVA, a cui tali contribuzioni sono commisurate; tuttavia esse sono state più che controbilanciate da un aumento delle entrate che ha riportato in avanzo il saldo dei trasferimenti con gli organismi comunitari. I maggiori trasferimenti netti in favore di organismi extra-comunitari, cresciuti da 1.262 a 2.113 miliardi, sono dipesi dal più rilevante impegno dell'Italia nel campo della cooperazione multilaterale e dell'aiuto allo sviluppo.

I movimenti di capitale e il tasso di cambio della lira

Nei primi sei mesi del 1987 in presenza di un disavanzo corrente pari a circa 4.800 miliardi, le riserve ufficiali sono aumentate di 2.400, al netto degli aggiustamenti di cambio e della rivalutazione aurea; nel corso dello stesso semestre il tasso di cambio effettivo della lira si è deprezzato del 2 per cento, per effetto di uno slittamento del 3,9 per cento nei confronti delle valute comunitarie. Attraverso il canale bancario sono affluiti 4.200 miliardi e le altre componenti dei movimenti di capitali, incluse le partite viaggianti, hanno dato luogo ad entrate nette per 3.000 miliardi (tav. 10).

Tav. 10

Movimenti di capitali (saldi in miliardi di lire)

VOCI	1986	1986 I semestre	1987 I semestre
Investimenti dell'estero	-40	4.517	331
Investimenti italiani	-7.254	-3.089	-2.920
di cui: fondi comuni (1)	-3.056	-1.527	-1.723
Prestiti dell'estero	4.926	1.815	5.128
Prestiti italiani	-1.825	-1.074	-1.280
Crediti commerciali, altri capitali ed errori e om.	-2.073	1.433	1.737
Totale capitali non bancari ..	-6.266	3.602	2.996
Capitali bancari	6.454	7.393	4.185
.....			
<i>per memoria:</i>			
Variazione riserve ufficiali	3.489	5.203	2.384

(1) Variazioni delle consistenze di titoli esteri nel portafoglio dei fondi comuni.

Tuttavia, già dal mese di maggio è emerso un considerevole deflusso di riserve che è proseguito fino alla adozione dei provvedimenti valutari e creditizi della metà di settembre. Nel bimestre luglio-agosto le riserve ufficiali sono diminuite di circa 6.200 miliardi, per effetto di una contrazione dell'indebitamento sull'estero delle aziende di credito di 4.600 miliardi e di un disavanzo globale di 1.600.

Nel 1987 le componenti finanziarie della bilancia dei pagamenti hanno attraversato tre differenti fasi che hanno influenzato la gestione del cambio e l'andamento delle riserve ufficiali.

Dall'inizio dell'anno fino ad aprile le principali componenti dei movimenti di capitale hanno generato rilevanti afflussi netti in linea con gli elevati rendimenti reali offerti dal mercato finanziario italiano, con un mercato borsistico caratterizzata da quotazioni sostanzialmente stabili e con aspettative di stazionarietà del tasso di cambio formatesi dopo i mutamenti delle parità intervenuti nello SME nel mese di gennaio.

I prestiti contratti da operatori italiani sui mercati esteri, al netto degli ammortamenti, hanno superato i 5.000 miliardi, importo analogo a quello dell'intero 1986; l'elevato ammontare delle opera-

zioni in esame è dipeso da un aumento delle transazioni liberalizzate e da una rilevante operazione di rifinanziamento dei debiti della Polonia per circa 1.000 miliardi, attuata con l'assunzione di un prestito all'estero. Gli investimenti dell'estero sul mercato finanziario interno e per l'acquisizione di attività produttive hanno dato luogo complessivamente a entrate nette per oltre 2.000 miliardi; un afflusso di uguale ammontare si era avuto nei primi quattro mesi del 1986. L'indebitamento bancario sull'estero è aumentato di 3.000 miliardi in relazione alla forte crescita della domanda di finanziamenti in valuta; essa è avvenuta in un contesto di generale crescita della domanda di credito ed è stata favorita dal permanere di un differenziale coperto a favore della lira pari a circa due punti.

Solo gli investimenti italiani all'estero hanno dato luogo a deflussi netti; le uscite, al netto delle operazioni di disinvestimento, sono ammontate a 4-500 miliardi al mese, sostanzialmente uguali a quelle avvenute nei corrispondenti mesi del 1986. Oltre la metà dell'importo totale di questi acquisti è riconducibile a operazioni effettuate dai fondi comuni italiani.

Alla metà di maggio sono stati emanati provvedimenti di liberalizzazione valutaria fra cui l'abolizione del residuo deposito infruttifero sugli acquisti di titoli all'estero, l'adeguamento del massimale sulle assegnazioni di valuta per turismo ai livelli in vigore nell'OCSE, l'ampliamento dei termini di validità dei conti valutarî; inoltre, è stato abolito l'obbligo del finanziamento in valuta dei pagamenti anticipati di importazione e sono stati operati vari snellimenti procedurali e amministrativi.

L'abolizione dell'obbligo del deposito ha permesso l'inizio di un processo di diversificazione valutaria dei portafogli degli operatori residenti: sulla base di dati finora provvisori, gli acquisti di titoli esteri hanno dato luogo a uscite nette pari a 300 miliardi nella seconda quindicina di maggio, 500 miliardi in giugno e 1.000 miliardi sia in luglio che in agosto. Anche in questi mesi, come già prima della abolizione del deposito, questi deflussi sono da collegare agli acquisti effettuati all'estero dai fondi comuni: 250 miliardi in maggio, 400 in giugno, 600 in luglio e 700 in agosto. Alla fine di questo mese i titoli esteri nel portafoglio dei fondi comuni erano pari al 10,5 per cento

del patrimonio complessivo dei fondi; percentuali superiori si avevano solo per alcuni fondi di più recente costituzione con patrimonio contenuto. Nei mesi di maggio e giugno, anche le altre principali componenti delle transazioni finanziarie hanno iniziato a dar luogo a contenuti saldi negativi.

All'inizio dell'estate la situazione dei conti con l'estero era pertanto caratterizzata, dal lato finanziario, da tendenziali deflussi di capitali anche se di entità tale da non creare turbative sul mercato dei cambi, e, dal lato reale, da una sfavorevole evoluzione dell'interscambio commerciale non solo in termini di ragioni di scambio ma anche, e soprattutto, in termini di tassi di crescita delle quantità scambiate.

In luglio e agosto, sono aumentati i deflussi netti di capitale. Oltre ai già citati investimenti di portafoglio all'estero, le componenti finanziarie a medio e a lungo termine hanno dato luogo a uscite per 1.000 miliardi in ciascuno di questi due mesi; pressioni speculative sono derivate da operazioni di *leads and lags*, da ingenti rimborsi di finanziamenti in valuta e dall'aumento delle giacenze sui conti valutarî conseguente ad acquisti di valuta per futuri pagamenti e a dilazioni nella conversione in lire del ricavato delle esportazioni. Alla tradizionale manovra di anticipo dei pagamenti e di dilazione degli incassi rispetto all'operazione doganale, si è così aggiunta una manovra tendente ad anticipare la domanda di valuta contro lire e a ritardarne l'offerta rispetto al momento del regolamento valutario. La conseguente diminuzione della posizione debitoria verso l'estero delle aziende di credito è risultata molto rilevante; essa è proseguita nei primi giorni di settembre fino all'adozione dei provvedimenti valutarî del 13 dello stesso mese (vedi riquadro). Successivamente le posizioni speculative sono rientrate determinando un considerevole riafflusso di riserve pari a circa 9.000 miliardi di lire fino alla metà di ottobre, anche in relazione alla emissione sul mercato internazionale di un prestito della Repubblica per un miliardo di dollari attuata nell'ambito di una strategia di diversificazione del debito; nel contempo, il tasso di cambio della lira ha recuperato nei confronti di tutte le principali valute.

Tra la fine di dicembre del 1986 e la fine di settembre dell'anno in corso, il tasso di cambio effettivo nominale della lira, calcolato con riferi-

I provvedimenti valutari di metà settembre

Il 13 settembre del 1987 sono state emanate alcune misure valutarie e creditizie al fine di contrastare le pressioni sulle riserve valutarie e sul cambio della lira e al fine di ricondurre la crescita degli impieghi bancari in lire nei limiti necessari a sostenere lo sviluppo della produzione e degli investimenti reali (vedi riquadro nel capitolo «I mercati monetari e finanziari»).

I provvedimenti in questione, che resteranno in vigore fino al marzo del 1988, comportano:

- 1. il divieto di estinzione anticipata dei finanziamenti in valuta in essere, relativi a esportazioni e importazioni;*
- 2. l'obbligo di finanziamento in valuta, nella misura del 100 per cento, dei regolamenti anticipati delle importazioni e, nella misura del 75 per cento, dei regolamenti posticipati delle esportazioni;*
- 3. la proroga degli incassi delle esportazioni solo subordinatamente al relativo finanziamento in valuta, e il divieto di anticipare il pagamento delle importazioni, rispetto ai termini contrattuali già definiti;*
- 4. la riduzione dei termini di utilizzo della valuta detenuta nei conti valutari, da 120 a 30 giorni, per quella di diretta acquisizione dall'estero, da 60 a 15 giorni per quella di indiretta acquisizione, da 120 a 7 giorni per quella riveniente da finanziamenti in valuta di esportazioni;*
- 5. la riduzione da 30 a 15 giorni della durata dei conti di attesa in valuta.*

mento alle valute di conto valutario, si è deprezzato del 2 per cento, per effetto di un miglioramento del rapporto di cambio con il dollaro (1,9 per cento) e di un deprezzamento con le valute comunitarie (3,5 per cento). I mutamenti nei tassi di cambio della lira sono interamente avvenuti nei primi cinque mesi dell'anno; successivamente si sono avute lievi variazioni rispetto alle quotazioni

della fine di maggio. Nei confronti delle monete della CEE, gli slittamenti della valuta italiana sono avvenuti nei primi giorni di gennaio, quando le quotazioni di mercato hanno anticipato le successive modifiche delle parità centrali avvenute l'11 gennaio, e l'8 maggio quando la lira si è deprezzata di circa un punto e mezzo rispetto alle principali valute comunitarie.

La finanza pubblica

L'azione di riequilibrio dei conti pubblici avviata nel 1986 si è attenuata nel corso del 1987. Poichè non sono stati definiti i provvedimenti di carattere settoriale, che avrebbero dovuto accompagnare la legge finanziaria, la manovra correttiva per l'anno in corso non ha assunto le dimensioni necessarie per raggiungere gli obiettivi formulati in sede di impostazione della politica di bilancio. Nei primi nove mesi del 1987, al netto delle regolazioni di debiti pregressi, il fabbisogno del settore statale è aumentato di circa 2.800 miliardi rispetto all'importo registrato nello stesso periodo dell'anno precedente (tav. 11). Tale saldo, la cui crescita era stata arrestata nel 1986, nel complesso dell'anno in corso avrebbe invece dovuto ridursi, secondo i programmi, di circa 10.000 miliardi.

Tav. 11

Fabbisogno di finanziamento (1) (miliardi di lire)

VOCI	1985	1986	1987 (2)
Settore statale			
I semestre	60.683 (51.878)	46.183 (45.768)	46.592 (46.519)
gennaio-settembre	93.420 (81.460)	82.389 (81.847)	84.745 (84.654)
Settore pubblico			
I semestre	60.644	45.197	48.118

(1) Al lordo delle regolazioni di debiti pregressi (tra parentesi si è indicato il dato al netto delle regolazioni effettuate in titoli e in contanti). — (2) Dati provvisori.

Gli interventi correttivi disposti sul finire del 1986 e nella prima parte di quest'anno hanno riguardato soprattutto le entrate e hanno solo compensato il progressivo esaurirsi degli effetti di alcuni provvedimenti presi negli anni precedenti e le tendenze espansive di alcune componenti della spesa, rese particolarmente intense dagli effetti del rinnovo dei contratti del pubblico impiego.

Sull'andamento del fabbisogno nella prima parte dell'anno, rispetto allo stesso periodo del 1986, ha influito positivamente un insieme di fattori di carattere prevalentemente temporaneo, che ha rallentato la crescita delle spese e accelerato quella delle entrate. In particolare, nonostante la notevole espansione del debito, la spesa per interessi è risultata sostanzialmente invariata, soprattutto per effetto delle riduzioni apportate ai tassi nell'anno precedente; il gettito delle imposte sugli olii minerali è notevolmente aumentato per gli incrementi delle aliquote apportati nel corso del 1986 in connessione con la progressiva riduzione del prezzo del petrolio; il riferimento al tasso di inflazione programmato, nelle rivalutazioni infra-annuali, ha limitato la crescita delle erogazioni per pensioni; il perdurare dell'espansione dell'attività produttiva ha influito positivamente sul gettito contributivo e su quello dell'Irpeg e dell'Ilor sulle persone giuridiche e ha ridotto le spese per l'integrazione dei guadagni.

Lo scostamento dai programmi formulati nell'impostare la manovra di bilancio per il 1987 ha riguardato soprattutto le spese correnti, la cui crescita nel primo semestre ha largamente superato il tasso di inflazione, a cui invece avrebbe dovuto commisurarsi. A tale andamento ha contribuito la corresponsione di acconti sulle competenze maturate per i già ricordati rinnovi dei contratti del pubblico impiego; anche a seguito del riconoscimento di incrementi a valere dal gennaio 1986, l'aumento della retribuzione media *pro capite* dovrebbe risultare pari a circa il 12 per cento nell'intero anno. Sulle spese correnti ha inoltre operato in senso espansivo la soppressione del contributo degli assistiti per le prestazioni di laboratorio e di diagnostica strumentale.

L'andamento delle uscite correnti ha trovato parziale compensazione, per il settore statale, in quello dei pagamenti in conto capitale, che, nella prima parte dell'anno, sono rimasti pressoché invariati; nell'intero 1987 la loro crescita percen-

tuale avrebbe invece dovuto risultare pari a quella del prodotto interno.

Nel primo semestre le entrate sono aumentate in linea con il prodotto interno. La loro crescita, oltre che dal ricordato aumento del gettito delle imposte di fabbricazione sugli olii minerali, è stata sostenuta: *a)* dalla soppressione, a partire dal mese di settembre dello scorso anno, dell'esenzione fiscale per i titoli di Stato di nuova emissione (nei primi sei mesi le ritenute a titolo d'acconto e d'imposta sono risultate pari a 500 miliardi); *b)* dalla rivalutazione delle rendite catastali, che ha accresciuto il gettito dell'Irpef e dell'Ilor di oltre 200 miliardi; *c)* dall'aumento dell'imposta sui tabacchi, il cui effetto annuo è valutabile in quasi 400 miliardi; *d)* dalla riforma della fiscalizzazione degli oneri sociali, che ha sostituito gli sgravi proporzionali alle retribuzioni con sgravi capitari e ha uguagliato i benefici per la manodopera maschile e femminile con un risparmio di spesa valutabile in circa 1.000 miliardi annui; *e)* dalle misure concernenti i debiti per oneri sociali, che sono venute configurando un secondo condono contributivo. In senso riduttivo ha invece operato la diminuzione dei versamenti per il condono edilizio, risultati pari a 840 miliardi nel primo semestre, contro 2.200 miliardi nello stesso periodo del 1986.

Come nell'anno precedente, al contenimento del fabbisogno hanno contribuito in misura considerevole alcune misure di carattere finanziario; in particolare, sono proseguiti i riversamenti in tesoreria dei depositi bancari detenuti dalle regioni (circa 1.000 miliardi nel primo semestre) e sono stati ulteriormente ridotti i conferimenti alle partecipazioni statali e all'Enel, in connessione con l'autorizzazione a ricorrere a prestiti a medio e a lungo termine, il cui onere è peraltro assunto a carico del bilancio dello Stato.

Per frenare la domanda interna e limitare la crescita del fabbisogno, nei mesi di agosto, settembre e ottobre il Governo ha preso alcuni provvedimenti concernenti le entrate (vedi riquadro). Le misure, accrescendo il gettito di quasi 3.500 miliardi, dovrebbero ricondurre il fabbisogno del settore statale sugli stessi livelli del 1986. Secondo le indicazioni della Relazione previsionale e programmatica, per il terzo anno consecutivo tale saldo risulterebbe pertanto pari a circa 110.000

miliardi, determinando un'ulteriore riduzione della sua incidenza sul prodotto interno di un punto percentuale (tav. 12).

Nei primi tre trimestri dell'anno la copertura del fabbisogno del settore statale è stata assicurata quasi per l'80 per cento con il collocamento di titoli sul mercato; nello stesso periodo del 1986 questi apporti avevano superato il 90 per cento

Tav. 12

Saldi di finanza pubblica

(miliardi di lire)

VOCI	1985	1986	1987
Settore statale:			
Fabbisogno al netto delle regolazioni di debiti pregressi	110.237	109.586	109.000 ⁽¹⁾
in % del PIL	(13,7)	(12,3)	(11,2)
Regolazioni in contanti	2.188	606	200
Regolazioni in titoli	10.403	—	300
Fabbisogno complessivo	122.828	110.192	109.500
in % del PIL	(15,2)	(12,3)	(11,3)
Fabbisogno al netto degli interessi e delle regolazioni ..	46.679	36.061	34.000
in % del PIL	(5,8)	(4,0)	(3,5)
Settore pubblico:			
Fabbisogno al netto delle regolazioni di debiti pregressi	112.270	109.825	112.000 ⁽²⁾
in % del PIL	(13,9)	(12,3)	(11,5)
Regolazioni in contanti	2.188	606	200
Regolazioni in titoli	5.270	—	300
Fabbisogno complessivo	119.728	110.431	112.500
in % del PIL	(14,9)	(12,3)	(11,6)
Fabbisogno al netto degli interessi e delle regolazioni ..	45.061	32.317	33.500 ⁽²⁾
in % del PIL	(5,6)	(3,6)	(3,5)

(1) Per il settore statale sono riportate le previsioni ufficiali contenute nella Relazione Previsionale e Programmatica per il 1988. — (2) Stime congruenti con quelle del settore statale sopra riportate.

**La valutazione degli effetti delle misure fiscali urgenti previste
dal D.L. 27.8.87, n. 348, dal D.L. 24.9.87, n. 391, e dal D.M. del 5.10.87**

La manovra di contenimento del fabbisogno di cassa del Tesoro e di attenuazione della dinamica della domanda interna, impostata con il decreto-legge 27 agosto 1987, n. 348 (non convertito), è stata perfezionata con il decreto-legge 24 settembre 1987, n. 391, e con il decreto del Ministro delle finanze del 5 ottobre u.s..

Nel settore delle imposte dirette, e limitatamente al 1987, è stata elevata la misura del versamento di acconto di alcuni tributi. In particolare, quella relativa agli interessi corrisposti dalle banche è passata dal 90 al 100 per cento dell'importo delle ritenute versate sugli interessi maturati nel 1986. Il versamento di acconto dell'Irpeg e dell'Ilor dovuta dalle persone giuridiche è stato portato dal 92 al 98 per cento dell'imposta relativa ai redditi prodotti nel 1986. E' stata infine anticipata alle emissioni successive al 31 agosto 1987 l'applicazione della ritenuta del 12,50 per cento sugli interessi e sugli altri proventi derivanti dai titoli pubblici; il passaggio dell'aliquota dal 6,25 al 12,50 per cento era previsto dal decreto-legge 19 settembre 1986, n. 556 solo per le emissioni posteriori al 30 settembre 1987.

Nell'area dell'imposizione indiretta, dal 27 agosto sono stati apportati inasprimenti all'imposta sul valore aggiunto — con effetto sino al 31 dicembre 1987 — e alle imposte di fabbricazione sui prodotti petroliferi. L'aggravio ai fini del primo tributo è stato attuato mediante l'istituzione di un prelievo addizionale sulle cessioni e sulle importazioni di alcuni beni durevoli soggetti all'aliquota ordinaria del 18 per cento: l'addizionale è fissata nella misura del 4 per cento per le autovetture ad uso privato, i mobili e gli elettrodomestici, e nella misura ridotta del 2 per cento per gli apparecchi audiovisivi e cine-foto-ottici, assoggettati all'imposta erariale di consumo. In materia di imposte di fabbricazione, sono state aumentate quelle sulla benzina, sul gasolio, sugli olii combustibili e sui gas di petrolio liquefatti. In particolare, per la benzina l'aumento è pari a 50,85 lire al litro e per il gasolio a 20,18 lire al chilogrammo.

Dal 24 settembre è stato disposto l'elevamento dell'imposta fissa di bollo per vari atti amministrativi e il raddoppio delle aliquote delle tasse speciali sui contratti di borsa. Con il decreto ministeriale di ottobre, infine, si è proceduto al ritocco dei prezzi di vendita dei tabacchi e della relativa imposta erariale di consumo.

Gli effetti della manovra in termini di gettito sono valutati per l'anno in corso in 3.450 miliardi, di cui 2.150 provenienti dalle imposte dirette e 1.300 miliardi dalle indirette (si veda il seguente prospetto):

Maggiori incassi nel 1987

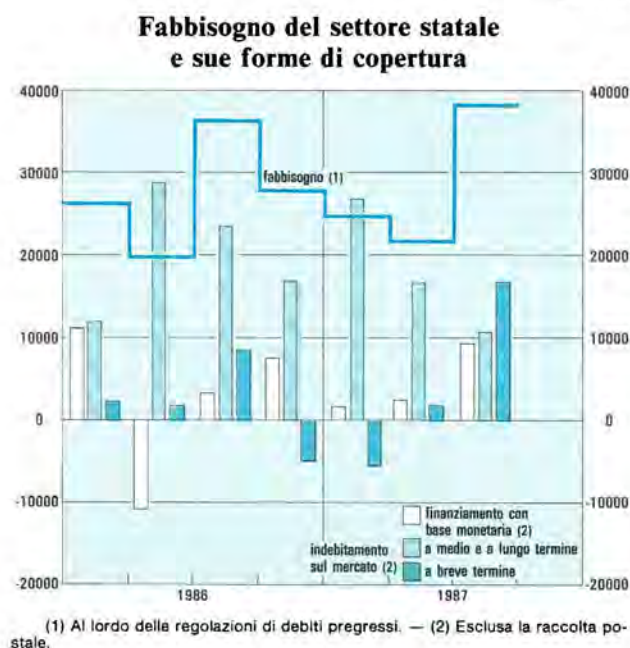
(miliardi di lire)

Acconto Irpeg	500
Acconto Ilor	350
Acconto Sostitutiva	1.200
Anticipo aumento ritenuta sui titoli pubblici	100
Imposte dirette	2.150
Addizionale IVA	250
Imposte di fabbricazione sui prodotti petroliferi ..	550
Imposta di bollo e tasse sui contratti di borsa	350
Imposta di consumo sui tabacchi	150
Imposte indirette	1.300
TOTALE . . .	3.450

L'effetto dell'aumento delle imposte indirette sul tasso medio annuo di inflazione del 1987 dovrebbe risultare dell'ordine di circa 0,16 punti percentuali, calcolato come impatto diretto sull'indice dei prezzi al consumo. Misurato sul tasso di inflazione tendenziale a fine dicembre, l'impatto è stimabile in circa 0,65 punti percentuali.

(fig. 8). La diminuzione ha riguardato soltanto il finanziamento con titoli a medio e a lungo termine; l'incidenza delle emissioni nette di BOT sul mercato è infatti aumentata, soprattutto per effetto dei collocamenti effettuati nel terzo trimestre. In connessione con l'inversione di tendenza avutasi nell'andamento del saldo dei conti con l'estero, sono notevolmente cresciuti anche i finanziamenti effettuati dalla Banca d'Italia; l'incremento ha riguardato sia il conto corrente di tesoreria sia gli acquisti di titoli. Il debito del settore pubblico, che al termine dell'anno precedente era pari a 793.000 miliardi, il 30 settembre 1987 ha superato gli 880.000.

Fig. 8



Le spese e le entrate statali

Nel primo semestre del 1987 le erogazioni del settore statale sono risultate pari a 188.470 miliardi, con un aumento del 6,8 per cento sullo stesso periodo dell'anno precedente (tav. 13). La crescita è stata sostenuta soprattutto dall'espansione dei pagamenti correnti (8,6 per cento) e, fra questi, in particolare dall'aumento delle retribuzioni e dei trasferimenti alle imprese, alle famiglie e a comuni e province. I pagamenti in conto capi-

tale sono invece rimasti stazionari, mentre le uscite di natura finanziaria sono diminuite quasi del 15 per cento.

Tav. 13

Conto consolidato di cassa del settore statale: principali poste della spesa

(miliardi di lire; variazioni percentuali sullo stesso periodo dell'anno precedente)

VOCI	1986 1° sem.	1987 1° sem.	1987 1986
Pagamenti correnti	152.508	165.628	8,6
<i>di cui:</i> Personale in servizio	27.805	31.425	13,0
Personale in quiescenza	8.129	8.913	9,6
Acquisto di beni e servizi	8.898	10.010	12,5
Trasferimenti	65.190	72.849	11,7
<i>di cui:</i> a enti previdenziali	15.056	15.284	1,5
a regioni	26.267	29.528	12,4
a comuni e province	10.936	13.946	27,5
a famiglie	3.730	4.533	21,5
a imprese	4.697	6.212	32,3
Interessi netti	37.097	36.650	-1,2
Pagamenti in conto capitale	15.984	16.033	0,3
<i>di cui:</i> Capitali fissi	5.768	5.831	1,1
Trasferimenti	10.216	10.202	-0,1
Partite finanziarie	7.992	6.810	-14,8
<i>di cui:</i> Partecipazioni e conferimenti	2.410	842	-65,1
Mutui ed anticipazioni	5.241	4.938	-5,8
Totale pagamenti	176.484	188.471	6,8

Fonte: Relazione trimestrale sulla stima del fabbisogno di cassa presentata dal Ministro del Tesoro il 17 settembre 1987.

Sulle retribuzioni, cresciute del 13 per cento, hanno influito soprattutto le anticipazioni concesse a fronte dei rinnovi contrattuali effettuati fra gennaio e aprile, che hanno riguardato larga parte dei dipendenti pubblici. Le erogazioni per il personale in quiescenza sono state invece accresciute dall'incremento del numero delle pensioni e dalla progressiva applicazione dei miglioramenti disposti con la legge n. 141 del 1985.

La spesa per interessi, al netto delle retrocessioni da parte della Banca d'Italia, è risultata pari a 36.650 miliardi, con una leggera diminuzione rispetto allo stesso periodo del 1986. L'andamento è connesso con la rilevante flessione dei tassi di interesse registrata nel 1986 e nella prima parte dell'anno in corso, che ha più che compensato gli effetti dell'incremento del debito. Al contenimento della spesa ha contribuito anche la riduzione delle emissioni di BOT nel primo semestre del 1987 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente; gli interessi su tali titoli sono infatti contabilizzati anticipatamente.

I trasferimenti correnti sono aumentati quasi del 12 per cento. In particolare, la crescita di quelli in favore di province e comuni ha superato il 27 per cento; in presenza di una riduzione degli apporti del bilancio, l'incremento è dovuto all'andamento delle operazioni con la tesoreria: mentre nel primo semestre del 1986 tali enti avevano effettuato rilevanti versamenti netti in seguito all'attuazione della Tesoreria unica, nella prima parte dell'anno in esame hanno compiuto prelievi netti per 2.900 miliardi. In quest'ultimo periodo, la spesa degli enti locali è stata sostenuta dagli oneri per il rinnovo dei contratti dei dipendenti; tale rinnovo ha influito anche sugli apporti alle regioni, in particolare per gli effetti sulla spesa per il personale nel settore della sanità. La rilevante espansione dei trasferimenti alle famiglie è stata determinata dall'incremento delle spese per le pensioni di guerra e di invalidità civile.

I trasferimenti complessivi agli enti previdenziali sono risultati stazionari, mentre quelli all'INPS, al netto delle poste compensative degli oneri sociali fiscalizzati, sono passati da 11.240 a 12.460 miliardi. Il gettito contributivo è stato accresciuto dalla riforma della fiscalizzazione degli oneri sociali e dagli interventi per la regolarizzazione delle posizioni contributive, che hanno in parte compensato il progressivo esaurirsi del gettito del condono disposto nel 1985. Sulle prestazioni sociali hanno influito in senso restrittivo il già menzionato riferimento al tasso programmato di inflazione nell'adeguamento degli importi delle pensioni e la riduzione delle erogazioni della Cassa integrazione guadagni e, in senso espansivo, il pagamento di un'altra parte dei miglioramenti delle pensioni disposti dalla legge n. 140 nel 1985. La crescita delle erogazioni dovrebbe accentuarsi nei prossimi mesi per la rivalutazione

biennale delle rendite dell'INAIL e per l'applicazione della sentenza della Corte Costituzionale circa l'ammissibilità dell'integrazione al livello minimo per tutti i trattamenti nei casi di cumulo.

Fra le spese in conto capitale sono risultati stazionari sia gli investimenti diretti, sia i trasferimenti. Nel caso dei primi, l'accresciuta attività dello Stato e delle aziende autonome è stata compensata dalla rilevante flessione (da 1.650 a 1.140 miliardi) delle erogazioni dell'Agenzia per il Mezzogiorno, costituita al termine del 1986 in sostituzione della gestione commissariale della ex Cassa per il Mezzogiorno. Fra i trasferimenti in conto capitale sono aumentati particolarmente quelli alle regioni, passati da 2.040 a 3.280 miliardi; l'incremento riguarda soprattutto le operazioni della Cassa Depositi e Prestiti. Sono invece diminuiti notevolmente i trasferimenti alle imprese (da 3.450 a 2.530 miliardi).

La riduzione delle acquisizioni finanziarie è dovuta soprattutto all'andamento dei conferimenti alle partecipazioni statali e all'Enel; proseguendo la politica di riduzione degli apporti finanziari diretti in atto dal 1985, i trasferimenti alle prime sono infatti passati da 1.500 a 250 miliardi e quelli al secondo, pari a 350 miliardi nel primo semestre del 1986, sono risultati nulli nel semestre in esame. Come nel 1986, la riduzione dei conferimenti è stata compensata con l'autorizzazione a emettere obbligazioni o a indebitarsi con la BEI ponendo l'onere per capitale e interessi a carico del bilancio dello Stato. Sono notevolmente diminuiti (da 800 a 150 miliardi) anche i mutui erogati dalla Cassa Depositi e Prestiti alle USL per ripianare i disavanzi di esercizi precedenti; lo stesso ente non ha inoltre compiuto le previste operazioni in favore della SIP, a cui nel primo semestre del 1986 aveva prestato 860 miliardi. E' invece considerevolmente aumentato l'apporto finanziario della Cassa Depositi e Prestiti agli enti locali (da 1.730 a 2.980 miliardi).

Nel primo semestre del 1987 le entrate tributarie dello Stato (compreso il gettito dell'IVA destinato ai rimborsi e alla CEE e al netto delle regolazioni contabili con le regioni a statuto speciale e degli aggi esattoriali) sono cresciute, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, del 5,6 per cento, raggiungendo i 106.100 miliardi; se si tiene conto dei ritardi di contabilizzazione, che hanno fatto slittare al 1986 introiti di pertinenza dell'anno precedente, la crescita risulta pari al 6,8

per cento. Il tasso di crescita sale all'8 per cento (8,9 per cento tenendo conto dei cennati ritardi) qualora si considerino i primi nove mesi dell'anno: gli incassi del terzo trimestre riflettono il positivo andamento delle imposte dirette, su cui hanno influito in particolare i versamenti per autotassazione e le ritenute alla fonte sui redditi da lavoro dipendente.

Sull'evoluzione dell'Irpef, cresciuta circa del 10 per cento nei primi nove mesi dell'anno, hanno influito due opposti fenomeni: da un lato, le ritenute sui redditi da lavoro dipendente, risultate pressoché stazionarie nel 1986 in seguito alla ristrutturazione dell'imposta, sono aumentate di poco più del 13 per cento per effetto dell'incremento delle retribuzioni: la crescita è stata sostenuta anche dagli effetti che i rinnovi contrattuali hanno esercitato sulla base imponibile. Dall'altro, gli sgravi d'imposta relativi al 1986 per i redditi diversi da quelli da lavoro dipendente (stimabili in circa 2.000 miliardi) si sono concentrati nei versamenti a saldo, diminuiti di circa 600 miliardi rispetto all'anno precedente.

Positivo è risultato l'andamento dei restanti versamenti per autotassazione, che hanno fornito un gettito superiore agli elevati livelli raggiunti nel 1986: in particolare, quelli effettuati dalle persone giuridiche hanno risentito innanzitutto degli elevati utili realizzati negli ultimi anni (le ritenute d'acconto sugli utili distribuiti sono infatti cresciute del 30 per cento); in secondo luogo, il gettito riflette il progressivo innalzamento dell'aliquota media effettiva del prelievo, avviato nel 1984 con l'introduzione delle note restrizioni sulla deducibilità degli interessi passivi, e, quindi, rafforzato dall'inclusione dei frutti dei titoli pubblici fra i ricavi tassati ai fini dell'imposizione sulle persone giuridiche. Nel complesso, i versamenti d'imposta effettuati dalle persone giuridiche in relazione ai redditi prodotti nel 1986 sono cresciuti del 22 per cento rispetto a quelli relativi ai redditi prodotti nel periodo precedente.

Il gettito dell'imposta sostitutiva, sceso nei primi nove mesi quasi del 12 per cento, ha risentito della flessione del monte interessi sui depositi bancari avvenuta nel corso del 1986, che ha comportato versamenti a saldo assai modesti (meno di

300 miliardi, contro 1.800 del 1986) e una conseguente flessione del primo versamento d'acconto. Positivo, anche se di entità insufficiente a compensare la flessione delle ritenute sopra indicate, è stato l'andamento del gettito relativo ai frutti delle obbligazioni (cresciuto del 19 per cento) e di quello concernente gli interessi sui titoli pubblici, la cui esenzione, come già accennato, è stata abolita nel mese di settembre dello scorso anno.

Sulla base dei dati del Ministero delle finanze, che consentono un'analisi più dettagliata di alcuni tributi, il gettito delle imposte indirette accertate nei primi sette mesi dell'anno è cresciuto del 16 per cento: in particolare, rilevante appare l'incremento delle imposte di fabbricazione degli olii minerali, dell'IVA e dell'imposta di registro. Il gettito fornito dalle prime ha risentito degli aumenti, attuati per compensare la caduta del prezzo del petrolio avvenuta nel corso del 1986, dell'aliquota media del tributo gravante sulla benzina (5 per cento in più rispetto ai primi sette mesi del 1986) e sul gasolio (quasi il 45 per cento): nel complesso, il gettito è aumentato del 23 per cento. L'IVA, al lordo dei rimborsi e delle risorse proprie della CEE, è cresciuta di oltre il 13 per cento: dopo la flessione avvenuta nel 1986, la parte del tributo accertata in dogana è cresciuta (8 per cento circa) in connessione con l'aumento del prezzo delle materie prime, in particolare di quelle petrolifere. Infine, sul rilevante aumento del gettito dell'imposta di registro (quasi il 20 per cento) ha influito la riduzione dell'entità delle agevolazioni (introdotte nel 1982) connesse con l'acquisto di immobili in determinate circostanze, che hanno comportato il raddoppio (dal 2 al 4 per cento) dell'aliquota.

Sulla base delle previsioni degli incassi negli ultimi tre mesi dell'anno, le entrate tributarie dello Stato dovrebbero superare alla fine del 1987 il dato iscritto nel bilancio di previsione; al raggiungimento di questo risultato contribuiranno i provvedimenti adottati nel mese di agosto che, come si è già rilevato, dovrebbero accrescere il gettito di quasi 3.500 miliardi, determinando anche un lieve aumento della pressione fiscale rispetto al 1986.

II mercati monetari e finanziari

L'evoluzione degli aggregati monetari e creditizi e la politica monetaria

Nei trimestri centrali del 1987 le autorità monetarie hanno adottato misure per correggere le tendenze delle variabili monetarie e creditizie, fino al ricorso ai provvedimenti restrittivi, valutari e creditizi, necessari a superare la crisi di cambio manifestatasi fra l'agosto e il settembre scorsi e a riassorbire la dilatazione degli impieghi bancari, largamente eccedenti lo sviluppo del reddito e degli investimenti.

Nei mesi primaverili il fabbisogno statale tendeva a superare quello programmato e la domanda di titoli pubblici dava segni di debolezza; questa evoluzione, in presenza dell'esaurirsi della tendenza alla diminuzione dell'inflazione, consigliava l'interruzione del processo di riduzione dei rendimenti all'emissione. Lo sviluppo del PIL era sostenuto soprattutto dalla crescita dei consumi (cfr. il paragrafo sulla congiuntura), mentre la domanda mondiale risultava inferiore alle attese; questi fenomeni si riflettevano negativamente sull'andamento delle partite correnti della bilancia dei pagamenti.

I prestiti in valuta delle aziende di credito, che dopo l'assoggettamento delle passività nette in valuta alla riserva obbligatoria deciso a marzo risultavano meno convenienti, deceleravano, ma la dinamica dei prestiti bancari complessivi continuava a risultare elevata, sospinta dalla forte crescita della componente in lire, manifestatasi specie dal mese di maggio. Anche il credito speciale mostrava un'accelerazione, soprattutto nel comparto mobiliare e in quello fondiario. La Banca centrale invitava in più occasioni i principali istituti di credito a moderare la crescita degli impieghi concessi a tassi inferiori a quelli del mercato interbancario.

Dal mese di maggio, inoltre, la Banca d'Italia, agendo attraverso i finanziamenti concessi alle aziende di credito, rendeva più tese le condizioni

sul mercato monetario. Il tasso *overnight*, dopo il trend discendente mostrato nei primi quattro mesi dell'anno, si portava su livelli di circa due punti percentuali superiori a quelli medi di aprile e continuava a crescere, in media, nei mesi successivi (v. riquadro sugli interventi della Banca d'Italia sul mercato monetario).

Le tensioni manifestatesi nel quadro finanziario si riflettevano nel mercato secondario ove, dal mese di giugno, tendevano a cedere le quotazioni dei titoli a medio e a lungo termine. A questo fenomeno contribuiva anche la ricomposizione dei portafogli titoli in favore delle attività in valuta a seguito dell'abolizione, avvenuta a maggio, del residuo deposito infruttifero previsto per gli investimenti esteri.

Per garantire il finanziamento del fabbisogno statale, in luglio venivano innalzati i rendimenti dei titoli di Stato: il tasso dei BOT e quello dei BTP salivano di circa 1 punto percentuale. Questi aumenti tendevano a contrastare l'effetto esercitato sui tassi di interesse reali dall'esaurirsi della fase di diminuzione dell'inflazione (fig. 9).

Le pressioni sul cambio dei giorni precedenti ferragosto erano contrastate facendo ampio ricorso alle riserve. Alla fine del mese veniva adottata una serie di misure fiscali volte a raffreddare i consumi interni. Il tasso ufficiale di sconto era aumentato al 12 per cento e si intensificava l'azione di contenimento della liquidità delle banche; il tasso *overnight* saliva intorno al 13 per cento. Per ridurre le incertezze manifestate dai sottoscrittori sul mercato dei titoli, veniva anticipato di un mese il raddoppio (dal 6,25 al 12,50 per cento) della ritenuta sugli interessi dei titoli pubblici; il rendimento lordo all'emissione veniva al contempo ulteriormente innalzato, in misura tale da mantenere invariato per le persone fisiche il rendimento netto.

In agosto riacceleravano, dopo un rallentamento a luglio, i prestiti bancari: quelli in lire raggiungevano un tasso di crescita annuo, rispetto al

Gli interventi della Banca d'Italia sul mercato monetario

Nei primi mesi del 1987 l'allentamento della restrizione sulla liquidità si è riflesso in una riduzione del rendimento sul mercato overnight, dal 13,7 per cento nei primi giorni di gennaio al 10 per cento nella media di marzo. In quest'ultimo mese, la Banca d'Italia ha riasorbito la liquidità ancora eccedente mediante vendite di mercato aperto, sia definitive, sia temporanee.

In aprile, la contrazione degli afflussi di valuta è stata compensata da un andamento più espansivo dell'atteso del fabbisogno statale, che ha raggiunto i 15.500 miliardi, e da un sensibile ridimensionamento della domanda di titoli di Stato. Particolarmente contenuta, a conferma del diffondersi di una maggiore incertezza nelle aspettative, è stata la richiesta di BTP e di BOT annuali; complessivamente, i collocamenti di titoli sul mercato hanno raggiunto gli 11.500 miliardi e il tasso overnight è disceso fino a toccare, nella media del mese, il 9 per cento circa. La Banca d'Italia ha intensificato le operazioni di vendita temporanea, effettuate per 4.300 miliardi a tassi massimi fino all'11 per cento, e ha collocato titoli in via definitiva sul mercato aperto per oltre 4.000 miliardi.

La tendenziale debolezza della domanda di titoli si è riconfermata in maggio, quando i collocamenti sul primario sono risultati pari a 8.000 miliardi a fronte di un fabbisogno di 10.000; anche la domanda di CCT si è dimostrata cedente. Per facilitare il collocamento dei titoli, lo spostamento delle preferenze del mercato è stato assecondato riprendendo le emissioni di BOT trimestrali alla metà del mese. In presenza di un deflusso di riserve valutarie, il controllo delle riserve bancarie si è fatto più stringente: il tasso massimo sulle vendite temporanee è salito all'11,6 per cento, quello minimo sugli acquisti pronti contro termine è arrivato a superare, in alcune occasioni, il 12 per cento. In rapido aumento, seguendo lo scattare delle maggiorazioni, è risultato anche il tasso effettivo sulle anticipazioni a sca-

denza fissa, che si è collocato, nell'ultima decade del mese, appena al di sotto del 13 per cento.

In giugno, i conti di cassa del Tesoro segnavano un avanzo; il conseguente effetto restrittivo sulla liquidità è stato particolarmente sensibile nella prima parte del mese, quando ancora si verificavano deflussi di valuta; in tale occasione, il tasso minimo sugli acquisti di titoli è arrivato al 12,15 per cento e quello effettivo sulle anticipazioni a scadenza fissa si è avvicinato alle penalizzazioni massime. Gli operatori hanno disinvestito titoli sul mercato primario: solo la sottoscrizione di CTS, garantita da un consorzio di collocamento, ha avuto buon esito (1.000 miliardi circa). I disinvestimenti di titoli e il pagamento semestrale degli interessi sulla riserva obbligatoria hanno permesso al sistema bancario di rimborsare, tra la fine del mese e l'inizio di luglio, i finanziamenti ottenuti dalla Banca d'Italia.

L'aumento di un punto apportato al rendimento dei BTP in emissione all'inizio di luglio e quello, più contenuto, disposto per la prima cedola dei CCT non sono riusciti a contrastare l'allontanamento degli investitori dai titoli a medio e a lungo termine in misura sufficiente a riassorbire l'effetto espansivo di un fabbisogno statale in rapido aumento (14.000 miliardi nel mese). La situazione di liquidità si è fatta più espansiva e la Banca d'Italia è intervenuta offrendo vendite temporanee per 4.000 miliardi.

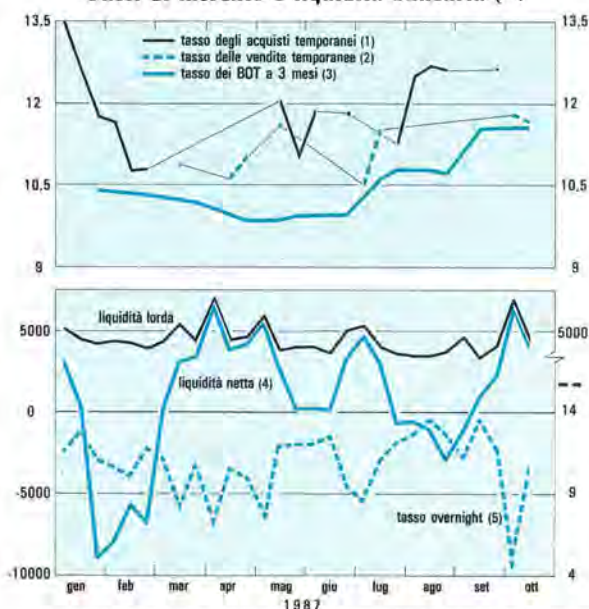
Migliori risultati sono stati conseguiti nel comparto a breve termine: il ritocco di un punto del tasso base sui BOT offerti ha permesso di collocare oltre 6.000 miliardi di tali titoli tra le due aste, al netto delle scadenze; la domanda di BOT trimestrali ha superato, in entrambe le occasioni, la quantità offerta. Alla metà del mese, sono stati emessi CCT con cedola semestrale anziché CTS. Gli acquisti di titoli hanno spinto il sistema bancario a ricorrere nuovamente ai finanziamenti della

dicembre 1986, di quasi il 14 per cento; quelli totali di circa l'11 per cento. Nello stesso periodo, anche il credito speciale aveva avuto una crescita rilevante, pari a circa il 12 per cento. Negli otto mesi, le emissioni di obbligazioni delle imprese e degli enti territoriali erano ammontate a 1.800 miliardi. I finanziamenti complessivi al settore non statale aumentavano quindi dell'11,2 per cento, di due punti

oltre la fascia del 5-9 per cento fissata come obiettivo annuo (tav. 14). Il fabbisogno interno del settore statale, invece di contrarsi come previsto dal quadro programmatico, continuava a superare il livello dell'anno precedente, raggiungendo i 68.000 miliardi. Il credito totale cresceva quindi del 13,3 per cento, cioè pressoché con lo stesso ritmo fatto registrare nei primi otto mesi del 1986.

Banca centrale, concessi a tassi crescenti. Ciò ha permesso di far risalire il tasso medio sul mercato overnight dall'8,5 per cento della prima decade del mese al 12,2 per cento dell'ultima, mentre la liquidità, al netto dei finanziamenti concessi dall'Istituto, passava da un valore positivo di 4.800 miliardi a uno negativo di 800.

Tassi di mercato e liquidità bancaria (*)



(*) Medie decadali di osservazioni giornaliere ad eccezione del tasso sui BOT a 3 mesi.

(1) Media semplice dei tassi minimi relativi alle operazioni accese nella decade. — (2) Media semplice dei tassi massimi relativi alle operazioni accese nella decade. — (3) Tasso semplice lordo di aggiudicazione alle aste. — (4) Liquidità al netto delle anticipazioni a scadenza fissa e delle operazioni pronti contro termine. — (5) Media semplice delle quotazioni denaro.

Tali sviluppi si confermavano in agosto, in concomitanza con l'intensificarsi delle pressioni sul cambio

della lira. A fronte di una domanda ancora debole di titoli a medio e a lungo termine, sono stati collocati sul mercato 6.500 miliardi di BOT, al netto dei rimborsi; all'asta della fine del mese l'intensità della domanda di questi titoli ha provocato una caduta del tasso di aggiudicazione rispetto a quello base, per le scadenze trimestrale e annuale. I deflussi di valuta hanno indotto il sistema bancario a ricorrere, in misura massiccia, ai finanziamenti della Banca centrale; la quantità di questi è stata manovrata in modo da provocare un ulteriore, progressivo aumento del loro costo. La liquidità netta si è mantenuta su livelli negativi per tutto il mese; il tasso overnight è oscillato intorno al 13 per cento.

Per contribuire al superamento delle temporanee difficoltà del mercato secondario dei titoli di Stato, la Banca è intervenuta in settembre acquistando titoli in via definitiva. L'ondata speculativa che ha colpito la lira nei primi giorni del mese, e che ha portato all'adozione dei provvedimenti descritti in questo Bollettino, è stata contrastata lasciando scadere senza rinnovi i 6.500 miliardi di acquisti temporanei effettuati in agosto. Il sistema bancario ha ottenuto finanziamenti sotto forma di anticipazioni a scadenza fissa (aperte per oltre 1.600 miliardi alla metà del mese) a tassi che sono rapidamente aumentati al 13,6 per cento; nello stesso periodo il rendimento sull'overnight è salito fino a superare, in alcuni giorni, il 14 per cento.

Le condizioni di liquidità si sono poi fatte più distese a mano a mano che la valuta riaffluiva all'interno. Quando in ottobre l'effetto degli afflussi di valuta è stato aggravato dalla debolezza della domanda di CCT e BTP e il livello delle riserve bancarie libere è ulteriormente aumentato, la Banca centrale ha effettuato vendite temporanee per oltre 10.000 miliardi, con scadenza fissata in modo da coincidere con il versamento dell'imposta sostitutiva, provocando in questo modo una risalita del tasso overnight.

Le attività liquide avevano una dinamica inferiore a quella del complesso delle attività finanziarie; in particolare M2 cresceva nei primi otto mesi dell'anno in corso dell'8,6 per cento su base annua, rimanendo quindi all'interno della fascia di crescita programmata (6-9 per cento), e M2A del 7,8 per cento (tav. 15). Tuttavia, se si ha riguardo alla composizione dei flussi, si rileva che la moneta (M2) ha

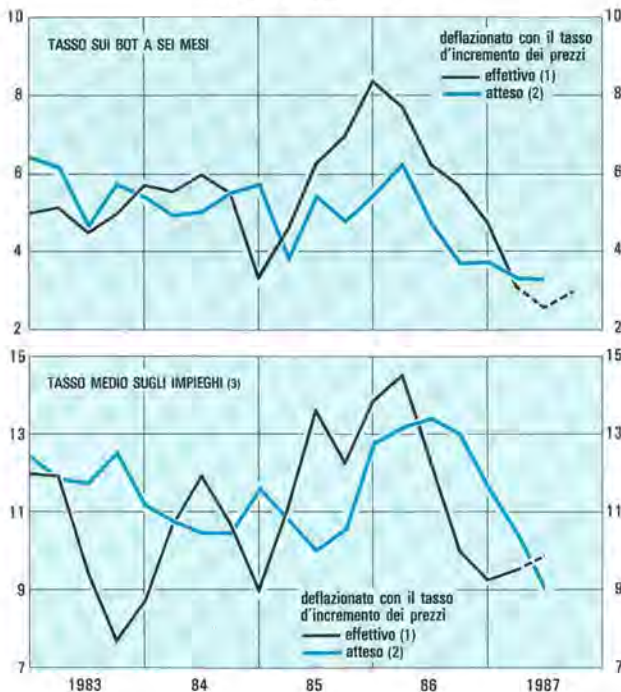
rappresentato, nei primi sette mesi dell'anno, quasi il 35 per cento del totale delle nuove attività finanziarie (23 per cento nello stesso periodo del 1986), mentre il peso delle quote dei fondi comuni è sceso al 7 per cento, contro il 34 per cento nei primi sette mesi del 1986 (tav. 16).

Data l'elevata creazione operata attraverso il canale Tesoro (tav. 17), la base monetaria è cresciuta

nei primi nove mesi dell'anno di 6.300 miliardi, pari a un tasso in ragione d'anno del 10,9 per cento; il tasso di crescita a dodici mesi è stato a settembre dell'11,1 per cento, contro l'8,4 per cento registrato nello stesso mese del 1986.

Fig. 9

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



(*) Valori stimati dei tassi d'interesse al netto dell'inflazione; i rendimenti si riferiscono ai sei mesi successivi. — (1) Il deflatore è costituito dalla variazione effettiva dei prezzi nei sei mesi successivi al periodo di rilevazione del tasso, espressa in ragione annua. Il deflatore del tasso sui BOT è basato sull'indice dei prezzi al consumo; le ultime due osservazioni sono parzialmente stimate. Il deflatore del tasso sugli impieghi è basato su un indicatore dei prezzi di produzione del settore della trasformazione industriale; l'ultima osservazione è parzialmente stimata. — (2) Il deflatore è costituito dalla variazione attesa dei prezzi ottenuta da una elaborazione della Banca d'Italia su dati Mondo Economico (inflazione attesa nei sei mesi successivi alla rilevazione del tasso di interesse, calcolata sulla base delle aspettative d'inflazione trimestrali); i deflatori del tasso sui BOT e sugli impieghi sono costituiti rispettivamente dalle attese relative ai prezzi al consumo e all'ingrosso. — (3) Il tasso nominale sugli impieghi in lire è tratto dalla Centrale dei rischi.

In settembre riprendevano le pressioni sul cambio (v. paragrafo sulla bilancia dei pagamenti), e continuava a risultare difficoltoso il collocamento di titoli pubblici, specie di quelli a medio e a lungo termine. Si rendevano quindi necessarie le misure del 13 settembre che reintroducevano restrizioni di natura valutaria (v. riquadro nel paragrafo sulla bilancia dei pagamenti) e il massimale sugli impieghi bancari in lire.

Tav. 14

Credito totale interno
(variazioni percentuali in ragione annua) (1)

VOCI	1986		1987
	Anno	gen.-ago.	obiettivo
Finanziamenti da aziende di credito (2)	9,6	11,1	
Finanziamenti da istituti di credito speciale	12,8	11,7	
Emissioni nette di obbligazioni	21,6	9,2	
Finanziamenti al settore non statale (2)	11,4	11,2	7
Fabbisogno interno del settore statale (3)	17,6	14,6	
Credito totale interno (2)	15,1	13,3	11

(1) Dati depurati della componente stagionale. — (2) Dati corretti delle variazioni del tasso di cambio e dei consolidamenti. — (3) Al netto degli apporti ai fondi di dotazione degli intermediari finanziari e dei consolidamenti.

Questa misura, oltre a contrastare il finanziamento delle operazioni speculative sul cambio, è volta a ridimensionare i prestiti connessi con operazioni finanziarie. Il periodo di applicazione del massimale (settembre 1987-marzo 1988) consentirà che la legge finanziaria e i provvedimenti che ad essa si accompagnano abbiano tempo di operare nella direzione del contenimento del fabbisogno statale e della decelerazione della domanda per consumi. L'azzeramento dell'aliquota di riserva obbligatoria sulla raccolta netta in valuta delle banche ha favorito l'aumento dei prestiti in valuta.

Tav. 15

Base monetaria e moneta
(variazioni percentuali in ragione annua) (1)

VOCI	1986		1987	
	gen.-ago	Anno (3)	gen.-ago. (2)	Obiettivo
Riserve bancarie (4)	0,5	5,0	9,7	
Base monetaria (4)	4,4	5,8	10,2	
Depositi bancari	6,3	8,9	7,1	
Moneta al netto dei certificati di deposito (M2A)	6,7	8,1	7,8	
Moneta (M2)	7,2	9,4	8,6	6-9

(1) Dati depurati della componente stagionale. — (2) Dati provvisori. — (3) I dati delle riserve bancarie e della base monetaria risentono degli effetti delle agitazioni sindacali dei dipendenti dell'Istituto alla fine del 1985. — (4) Dati aggiustati per la variazione del coefficiente di riserva obbligatoria.

Il massimale è stato disegnato così da rispettare, a fine anno, una crescita degli impieghi bancari in lire pari all'8 per cento, in linea con quella del prodotto e degli investimenti. La base di riferimento è stata scelta in modo da attenuare eventuali effetti accidentali e stagionali per singole banche (v. riquadro sul massimale).

Per contenere i fenomeni di sostituzione del credito bancario, i principali istituti di credito speciale sono stati invitati a non accelerare la crescita dei propri impieghi e tra questi, in particolare, quelli a breve termine.

Tav. 16

Attività finanziarie (1)
(composizioni percentuali)

VOCI	Consistenze		Flussi	
	dic. 1986	lug. 1987	gen.-lug. 1986	gen.-lug. 1987
Moneta (M2)	55,0	53,3	23,0	34,7
di cui:				
depositi bancari	44,6	42,9	15,3	24,1
BOT e accettazioni	12,8	11,8	0,4	-1,0
Titoli a medio termine	23,8	26,6	40,2	59,2
Quote Fondi comuni	6,0	6,1	33,5	6,9
Altre	2,4	2,2	2,9	0,2
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0

(1) Attività finanziarie sull'interno del settore non statale, escluse le azioni; dati depurati della componente stagionale.

Tav. 17

Base monetaria
(variazioni in miliardi di lire)

VOCI	1986		1987 (1)
	gen.-set.	Anno	gen.-set.
Creazione			
Estero	3.325	3.543	-3.015
Tesoro	3.511	10.995	13.322
Fabbisogno	82.389	110.192	84.746
(escluse regolaz. deb. preg.)	(81.846)	(109.586)	(84.655)
Titoli sul mercato	-76.426	-87.563	-66.387
Raccolta postale e debiti esteri (2)	-2.452	-11.634	-5.037
Rifinanziamento alle aziende di credito	-5.212	-4.334	-1.157
Altri settori	-2.431	-1.004	-2.842
Totale	-807	9.200	6.308
Utilizzo			
Circolante	-947	3.143	-294
Riserve bancarie	140	6.057	6.602
Riserve obbligatorie	4.354	9.022	7.407
Dep. eccedenza massimale	6	-	-
Liquidità	-4.220	-2.965	-805

(1) Dati provvisori. — (2) Includere le altre voci minori.

La domanda di credito e l'attività degli intermediari

L'espansione degli impieghi delle banche e degli istituti di credito speciale nei primi otto mesi del 1987 è stata sostenuta dal persistere di una forte domanda di credito per operazioni di natura finanziaria e dall'accentuarsi della crescita dei mutui fondiari e dei prestiti alle famiglie per il finanziamento dei consumi. E' tuttavia apparsa in ripresa la componente destinata al finanziamento della produzione e degli investimenti.

Nel corso dei primi otto mesi dell'anno gli impieghi bancari hanno mostrato una dinamica molto variabile e, come già notato in precedenza, notevolmente più rapida, in media, del prodotto. Tale andamento conferma l'elevata instabilità della relazione fra credito e attività produttiva rilevata nel corso degli ultimi due anni, spiegabile anche con la presenza di una componente degli impieghi connessa con finalità finanziarie e influenzata dall'evoluzione dei rendimenti sul mercato monetario. L'esistenza di un nesso tra domanda di impieghi e tassi del mercato interbancario è comprovata dalla forte correlazione positiva esistente tra il tasso di crescita degli impieghi e il differenziale tra il tasso *overnight* e il tasso attivo minimo. L'ampliarsi di questo differenziale sembrerebbe indurre prenditori primari, che in seguito agli intensi processi di ristrutturazione hanno affinato la gestione del proprio attivo e passivo finanziario, ad aumentare la domanda di prestiti per svolgere, anche attraverso operazioni in titoli di Stato, funzioni di intermediazione sul mercato monetario.

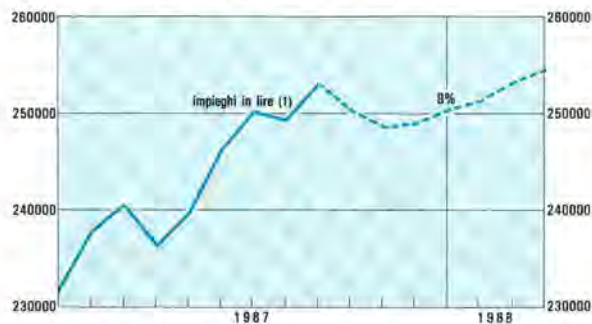
L'esistenza di operazioni finanziarie trova conferma nell'aumento della variabilità degli impieghi aventi importo unitario superiore a 10 miliardi, divenuta notevolmente superiore a quella media del totale dei prestiti bancari, e nel comportamento delle imprese finanziarie e delle *holding* dei maggiori gruppi industriali. Per l'aggregato costituito da queste categorie di imprese il tasso di incremento degli impieghi nei dodici mesi terminanti a luglio è stato superiore al 40 per cento; sensibile è risultata anche la crescita dei depositi.

Il tasso di crescita a dodici mesi degli impieghi all'industria, è salito dal 3,6 per cento nel dicembre 1986 al 6,8 in luglio (il livello anormalmente basso di dicembre non inficia completamente il

Il massimale sui prestiti bancari in lire

Il massimale sugli impieghi bancari in lire, introdotto il 13 settembre scorso, ha fatto seguito alla sostenuta crescita che tale aggregato ha registrato nei primi otto mesi dell'anno, crescita realizzata in misura cospicua tramite la conversione in lire della componente in valuta dei prestiti; nel trimestre giugno - agosto 1987 è infatti avvenuta una flessione degli impieghi in valuta pari a circa 3.000 miliardi.

Il provvedimento si applica al periodo settembre 1987 - marzo 1988, ed è formulato in modo coerente con l'obiettivo di riportare entro il 1987 il tasso di crescita degli impieghi in lire all'8 per cento (si veda la figura). L'aggregato soggetto al limite di accrescimento comprende gli impieghi in lire per cassa a clientela ordinaria residente, le accettazioni negoziate, le sofferenze, gli effetti insoluti e al protesto e il finanziamento degli ammassi obbligatori. Sono esclusi dal credito contingentato gli impieghi effettuati con fondi di terzi in amministrazione e le operazioni riscontate o rifinanziate presso l'Artigiancassa. Inoltre il provvedimento non si applica alle aziende di credito che, con riferimento alle unità operanti in Italia, presentano una base di riferimento inferiore a 10 miliardi di lire, nonché agli impieghi in favore degli operatori con sede legale e domicilio in provincia di Sondrio.



(1) Dati al netto della componente stagionale, relativi agli impieghi in lire soggetti a massimale.

La base di riferimento per le unità operanti in Italia è stata definita come media semplice dei valori dell'aggregato nei mesi di febbraio, marzo ed aprile del 1987, periodo nel quale le difformità stagionali tra le singole banche risultano particolarmente basse.

Nell'aggregato vincolato si deve inoltre includere il complesso dei finanziamenti in lire a clientela residente in Italia effettuati dalle filiali estere delle aziende di credito assoggettate al provvedimento, e definiti con i medesimi criteri previsti per le unità operanti in Italia. Per le filiali estere, la base di riferi-

mento è pari all'importo ottenuto dividendo l'ammontare del credito contingentato in essere alla fine di settembre del 1987 per 1,025. Sommando il valore così determinato alla base calcolata per le unità operanti in Italia, si ottiene la base di riferimento complessiva. Rispetto ad essa il provvedimento stabilisce i seguenti limiti percentuali di crescita:

settembre 1987	2,5 per cento
ottobre 1987	4,0 » »
novembre 1987	4,5 » »
dicembre 1987	8,0 » »
gennaio 1988	7,5 » »
febbraio 1988	6,0 » »
marzo 1988	6,5 » »

In caso di superamento dei limiti consentiti le aziende di credito sono tenute a versare, in un deposito infruttifero presso la Banca d'Italia, un importo commisurato all'entità dell'eccedenza; nessun versamento è dovuto per sconfinamenti fino all'1 per cento della consistenza massima di impieghi consentita alle singole date di riferimento. Il versamento sarà pari al 40 per cento dell'intera eccedenza per sconfinamenti compresi tra l'1 ed il 3 per cento, all'80 per cento della quota compresa fra il 3 e il 6 per cento e al 100 per cento della quota superiore al 6 per cento.

Esaminando l'impatto della misura sui singoli gruppi dimensionali, il profilo di crescita consentito risulta più stringente per le banche maggiori, il cui tasso di incremento annualizzato, pari al 14,7 per cento in luglio, dovrà ridursi all'8,2 in ottobre e al 5,9 in dicembre. Su dati destagionalizzati, la decelerazione degli impieghi in lire nel quadrimestre settembre - dicembre 1987 interesserà per circa il 90 per cento le dieci maggiori banche e casse di risparmio. Va tuttavia rilevato che il rientro nel sentiero di crescita stabilito sembra risultare più agevole per le banche maggiori. I dati provvisori relativi a settembre evidenziano una contrazione della componente in lire degli impieghi che, anche se estesa a tutto il sistema bancario, appare concentrata in particolare presso le aziende di dimensioni più ragguardevoli, come descritto nel testo. Una rapida riduzione degli impieghi in lire è resa più agevole, per le banche maggiori, oltre che dall'elevata incidenza dei prestiti connessi con operazioni finanziarie, dalle dimensioni e dalle caratteristiche della clientela prevalentemente servita, che consentono un più alto grado di sostituibilità tra prestiti in lire e prestiti in valuta.

confronto: nel novembre 1986 il tasso di crescita era del 4,8 per cento). Resta tuttavia confermata la tendenza — in atto dal 1985 — alla riduzione del peso dei settori industriali nella destinazione del flusso di credito. A questa riduzione, in parte compensata dagli impieghi destinati alle società finanziarie e alle *holding* che in una certa misura finanziano indirettamente le imprese produttive, si contrappone la crescita da due anni prossima al 20 per cento su base annua del credito al commercio, ai servizi e alle famiglie. Risulta in particolare elevata la dinamica del credito al consumo, il cui tasso di crescita a dodici mesi è passato, nel periodo compreso fra dicembre 1986 e luglio 1987 dal 24,5 al 31,7 per cento; a questo risultato ha contribuito soprattutto il sostenuto andamento dei prestiti personali.

Nel corso del 1986 e della prima parte del 1987 si è interrotta la tendenza di lungo periodo alla riduzione della quota di mercato delle maggiori banche. Proseguendo un processo in atto dal 1984, le pressioni concorrenziali si sono ulteriormente accentuate, soprattutto in favore dei maggiori prenditori di fondi. La quota di impieghi erogati a tassi inferiori al *prime rate* sul totale ha raggiunto il 50 per cento, aumentando di oltre 6 punti nel corso del 1987. Inoltre, dopo l'uscita dal massimale del primo semestre 1986, è ripreso il graduale ampliamento della dispersione dei tassi attivi per scaglioni di importo. Nei primi sette mesi dell'anno in corso il rapporto tra credito utilizzato e accordato è diminuito di oltre un punto rispetto alla media del 1986, collocandosi lievemente al di sotto del 50 per cento; si conferma, in particolare, la tendenza, iniziata nel 1985, verso una crescita del credito accordato costantemente più sostenuta rispetto all'utilizzato.

La crescita dei depositi bancari è stata pari nel primo semestre a circa il 9,5 per cento in ragione d'anno, mostrando, dopo un primo bimestre poco dinamico, una forte accelerazione a partire dal mese di marzo. A questo fenomeno hanno contribuito la difficile fase attraversata dalla Borsa e il minor favore riscosso presso il pubblico dai titoli di Stato e dalle quote di fondi comuni. Allorquando, in luglio e agosto, il rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato si è riflesso nell'aumento del differenziale di interesse tra i BOT e i depositi, questi ultimi hanno mostrato una decelerazione.

La raccolta con certificati di deposito, ancora forte nei primi mesi dell'anno, ha rallentato con il manifestarsi di un'elevata preferenza per la liquidità, determinata da incertezze sull'evoluzione dei tassi d'interesse. Le banche non hanno contrastato tale tendenza, mantenendo su livelli contenuti il differenziale tra il tasso dei certificati e quello medio dei depositi.

Nel primo semestre dell'anno in corso la redditività bancaria è stata minore di quella, sostenuta dalla presenza del massimale, registrata nel corrispondente periodo del 1986; è risultata tuttavia superiore a quella della prima metà del 1985. A una leggera contrazione del margine d'interesse, che peraltro non si è registrata per tutte le categorie dimensionali delle aziende di credito, si è aggiunta una flessione dei ricavi sui servizi, dovuta alla contrazione degli utili da negoziazione titoli. Il risultato di gestione è stato inoltre influenzato da una lievitazione dei costi per il personale.

La forte domanda di finanziamenti ha riguardato anche gli impieghi degli istituti di credito speciale, sviluppatasi a tassi elevati: 11,7 per cento su base annua nei primi otto mesi del 1987. Gli impieghi, cresciuti già rapidamente nel primo quadrimestre (circa 12 per cento su base annua), hanno avuto un'accelerazione nel periodo maggio-luglio (circa 16 per cento). Ad agosto si è invece registrata una flessione, anche in connessione con l'aumento dei tassi a medio e a lungo termine.

Particolarmente sostenuto è stato l'andamento del credito fondiario ed edilizio (circa 16 per cento, in ragione annua, nei primi 8 mesi), che ha continuato ad accelerare rispetto al notevole ritmo di crescita già raggiunto alla fine dello scorso anno, per la vivace domanda di mutui, in presenza di tassi nominali meno elevati. La rapida crescita degli impieghi degli istituti di credito fondiario ed edilizio, più pronunciata nella componente fondiaria (prestiti destinati all'acquisto di immobili già costruiti), trova riscontro nell'aumento degli impieghi degli istituti di credito speciale in favore delle famiglie.

Il notevole sviluppo degli impieghi mobiliari è da porre in connessione con la già ricordata evoluzione degli investimenti in macchinari e attrezzature, che ha anche influenzato la domanda di credito delle società di *leasing*. La dinamica dei

prestiti alle imprese finanziarie, ancora rilevante, ha mostrato un rallentamento. Anche in connessione con questo fenomeno il credito a breve termine erogato dagli istituti di credito speciale ha decelerato, pur rimanendo su tassi di crescita elevati (33 per cento nei dodici mesi terminanti a giugno, contro 51 per cento nel 1986). Notevole è stata anche l'espansione delle operazioni agevolate, sebbene lievemente inferiore a quella dei prestiti a tasso di mercato.

La raccolta obbligazionaria degli istituti è risultata elevata, nonostante che non sia stato rinnovato il residuo vincolo di portafoglio: nei primi otto mesi dell'anno la consistenza delle obbligazioni è infatti aumentata di circa 7.000 miliardi, contro 2.200 nel corrispondente periodo del 1986 (tav. a28). E' anche stata cospicua la raccolta di prestiti esteri, mentre è diminuita la consistenza dei certificati di deposito, oltre che per la concorrenza esercitata da quelli emessi dalle banche nella prima parte dell'anno, per il rallentamento delle operazioni a breve termine.

Il mercato finanziario

Nei primi otto mesi dell'anno le emissioni nette di titoli di Stato e di obbligazioni sono risultate di importo complessivo quasi pari a quello del corrispondente periodo del 1986. L'aumento delle emissioni obbligazionarie degli istituti di credito speciale è stato in parte compensato dalla flessione di quelle effettuate dalle imprese. Le emissioni nette di titoli di Stato, includendo i BOT, sono ammontate nei primi 8 mesi del 1987 a circa 59.000 miliardi, importo solo leggermente più contenuto di quello relativo allo stesso periodo dell'anno precedente (tav. 18).

Il mutamento delle aspettative avvenuto nel corso del periodo in esame ha comportato un'articolazione delle categorie di titoli di Stato diversa rispetto all'anno precedente. In particolare, i BTP, che nel 1986 avevano costituito uno strumento rilevante di finanziamento del Tesoro, hanno assicurato, nei primi otto mesi del 1987, solo 13.200 miliardi, pari a circa il 22 per cento delle emissioni nette complessive (23.100 miliardi e 37 per cento nel corrispondente periodo del 1986). La ricomposizione fra categorie di titoli è avvenuta nel secondo quadrimestre, quando le emissioni di

BTP sono state pari a 4.700 miliardi, mentre quelle di BOT hanno raggiunto gli 11.500 miliardi, contro -5.100 miliardi nel primo quadrimestre. Tale evoluzione ha interrotto il processo di allungamento della vita media dei titoli del debito pubblico; questa a settembre risulta pari a tre anni e nove mesi, cioè sostanzialmente uguale a quella registrata nel dicembre precedente, annullando gli ulteriori progressi fatti nella prima parte dell'anno.

Tav. 18

Titoli di Stato (1) (miliardi di lire)

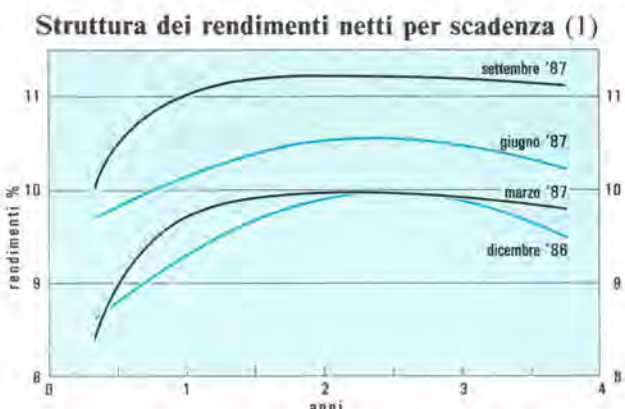
TITOLI	Emissioni		Ricorso netto (3)	
	lorde	nette (2)	Totale	Al mercato (4)
Totale				
1985	384.553	106.102	50.239	32.309
1986	400.476	97.153	32.073	28.193
1986 gen.-ago. ...	264.626	62.623	17.601	24.314
1987 gen.-ago (5) .	268.208	58.746	15.226	15.497
<i>di cui:</i>				
BOT				
1985	256.281	13.181	-8.116	-20.341
1986	265.866	9.697	-8.371	-9.975
1986 gen.-ago. ...	178.413	5.893	-7.208	-3.212
1987 gen.-ago (5) .	190.639	6.480	-4.846	-5.973
CCT				
1985	97.209	78.567	51.111	42.697
1986	79.255	53.534	15.063	12.922
1986 gen.-ago. ...	45.755	34.539	8.662	7.561
1987 gen.-ago (5) .	49.130	31.958	6.765	6.530
BTP				
1985	17.288	3.973	-1.067	609
1986	53.276	35.025	29.236	26.743
1986 gen.-ago. ...	38.176	23.092	19.453	17.991
1987 gen.-ago (5) .	17.390	13.189	7.750	6.262

(1) I dati relativi al 1985 includono i titoli emessi per consolidamento di debiti pregressi pari, per le emissioni nette, a 9.923 miliardi. — (2) Al netto degli scarti e dei rimborsi. Per i BOT al netto dei rimborsi. — (3) Emissioni lorde meno scarti, rimborsi e cedole considerati al netto delle ritenute fiscali. — (4) Ricorso netto totale esclusa la Banca d'Italia. — (5) Dati provvisori.

La struttura dei rendimenti per scadenza dei titoli di Stato ha dimostrato, nei primi cinque mesi dell'anno, un andamento crescente nel tratto delle scadenze più brevi. A giugno i tassi hanno avuto un innalzamento che, pur interessando tutte le scadenze, si è ancora concentrato su quelle a più breve termine; la curva ha conservato una inclinazione crescente, ma meno pronunciata. In luglio, in agosto e nel mese di settembre, l'aumento dei tassi è continuato e si è propagato alle scadenze più lunghe (fig. 10).

La flessione delle quotazioni dei titoli di Stato sul mercato secondario, che aveva cominciato a manifestarsi per i BTP fin dal mese di febbraio, si è estesa ai CCT ed è divenuta più accentuata dal mese di giugno; in particolare, nel quadrimestre giugno-settembre i corsi dei BTP sono diminuiti del 2,9 per cento e quelli dei CCT del 2,6. Nei nove mesi terminanti a settembre i rendimenti *ex post* di CCT e di BTP, sono stati rispettivamente pari al 7,9 e al 6,0 per cento su base annua. Sull'evoluzione negativa dei corsi hanno influito le aspettative di rialzo dei tassi d'interesse, legate all'evoluzione dell'inflazione e al raddoppio della ritenuta fiscale sugli interessi previsto per ottobre.

Fig. 10



(1) Le curve sono state costruite interpolando i rendimenti effettivi dei BTP quotati rispetto alla loro durata finanziaria.

Gli andamenti erratici dei corsi di alcuni titoli, specie dei CCT, sono connessi, tra l'altro, con le difficoltà di valutazione da parte del mercato degli effetti del raddoppio dell'aliquota di imposizione cui sono soggetti. Esistono al momento sette tassi base che il mercato deve calcolare per determinare le cedole lorde dei CCT e tre diversi regimi di tassazione, il che rende complessi i calcoli di convenienza. In presenza di tali incertezze, la Banca d'Italia ha esercitato nel corso del mese di settembre un'azione continua, attraverso acquisti sul mercato aperto per complessivi 1.000 miliardi, volta a consentire l'ordinato svolgimento delle contrattazioni.

I mutamenti del regime di tassazione dei titoli pubblici hanno esercitato rilevanti effetti, dato il diverso trattamento fiscale delle persone fisiche e di quelle giuridiche. A parità di rendimenti lordi, le persone fisiche e i fondi comuni tendono ad ac-

quistare i titoli con minore carico fiscale che assicurano un maggior rendimento netto (titoli esenti e titoli tassati al 6,25 per cento). La domanda tende a far diminuire il rendimento lordo di questi titoli e le persone giuridiche hanno convenienza a cederli, sostituendoli con quelli di nuova emissione. Nel corso dei primi sette mesi del 1987 si è avuto conferma di questo fenomeno: la lieve riduzione dei BTP e dei CCT nell'attivo delle aziende di credito che inviano la matrice dei conti (circa 1.500 miliardi) è la risultante di un aumento dei titoli tassati per oltre 16.000 miliardi e di una diminuzione di quasi 18.000 di quelli esenti, di cui circa 2.800 miliardi dovuti a rimborso. Questa flessione ha riguardato in minor misura i titoli presenti nel portafoglio delle banche alla fine del novembre del 1984, caratterizzati, per queste ultime, da più favorevole trattamento fiscale (tav. 19). La ricomposizione del portafoglio è avvenuta precedentemente nella prima parte dell'anno; essa è rallentata quando la diminuzione dei corsi dei titoli ha cominciato a riflettersi negativamente

Tav. 19

CCT e BTP nel portafoglio delle aziende di credito (1)
(valori nominali in miliardi di lire)

TITOLI	Consistenza		Variazione gen-lug. 87	
	dic. 86	lug. 87		di cui: rimborsi (2)
Titoli esenti in portafoglio al 30 novembre 1984 (3)				
CCT	30.091	22.895	-7.196	-2.500
BTP	115	101	-14	—
Totale	30.206	22.996	-7.210	-2.500
Altri titoli esenti (3)				
CCT	28.777	20.560	-8.217	—
BTP	6.183	3.726	-2.457	-295
Totale	34.960	24.286	-10.674	-295
Titoli tassati				
CCT	6.679	20.072	13.393	—
BTP	2.567	5.511	2.944	—
Totale	9.246	25.583	16.337	—
Totale				
CCT	65.547	63.527	-2.020	-2.500
BTP	8.865	9.338	473	-295
Totale	74.412	72.865	-1.547	-2.795

(1) Limitatamente alle aziende di credito del «gruppo matrice». — (2) Titoli in portafoglio al 31 dicembre 1986 in scadenza nel periodo gennaio-luglio 1987. — (3) La ripartizione è parzialmente stimata.

Il processo di razionalizzazione della struttura territoriale del sistema bancario

Le autorità di vigilanza hanno di recente avviato iniziative volte a conferire a ciascuna azienda di credito più ampi gradi di libertà nell'adeguare il proprio assetto territoriale all'evoluzione della domanda di servizi bancari e finanziari.

Il Comitato interministeriale per il credito e il risparmio, con delibera del 21 maggio 1987, ha introdotto significative innovazioni nelle materie che riguardano la cessione di sportelli bancari e la tipologia delle dipendenze medesime.

Secondo le direttive impartite dal CICR, la Banca d'Italia ha emanato le istruzioni applicative atte a rendere praticabile in via normale la cessione di sportelli tra aziende di credito ai sensi degli artt. 53 e 54 L.B. Si prospettano così per le banche soluzioni alternative alla chiusura delle dipendenze non più rispondenti alle proprie strategie, unitamente a nuove possibilità di conseguire miglioramenti patrimoniali e reddituali. Alle banche cessionarie si offrono opportunità di accedere ad aree di mercato avvalendosi di strutture operative già esistenti, con prevedibili minori costi di inserimento nell'economia locale.

Nell'esame delle istanze la Banca d'Italia farà riferimento a tre criteri-guida:

- 1) situazione aziendale soddisfacente, vale a dire il possesso dei necessari requisiti di ordinato funzionamento e idonea struttura tecnico-organizzativa da parte dell'azienda cessionaria;
- 2) adeguatezza patrimoniale, intesa sia come capacità dell'azienda cessionaria di far fronte agli oneri finanziari connessi con l'acquisizione delle nuove dipendenze, sia come posizione riguardo ai coefficienti patrimoniali minimi obbligatori;
- 3) gradualità nell'espansione territoriale, nel senso che per le aziende a prevalente caratterizzazione locale non saranno consentiti salti di continuità nelle reti territoriali, onde assicurare una adeguata integrazione delle acquirende filiali con gli sportelli già in possesso delle banche medesime.

La Banca d'Italia terrà altresì conto dell'esigenza di mantenere un grado adeguato di diversificazione della struttura creditizia dei mercati locali e di salvaguardare la bancabilità di singoli comuni.

Il CICR ha inoltre disposto l'unificazione della tipologia delle dipendenze bancarie e ha conferito mandato alla Banca d'Italia di consentire la trasformazione in sportelli ordinari delle dipendenze aventi limitazioni nel tipo di operazioni, nella clientela ovvero nel periodo di funzionamento; ciò al fine di porre in grado le aziende di credito di avvalersi delle proprie strutture territoriali in modo flessibile ed efficiente e di rendere

prontamente adeguabile l'offerta di servizi alla relativa domanda.

Sulla base di tale mandato la Banca d'Italia, avvalendosi dei poteri di cui all'art. 28 L.B., ha trasformato a tutti gli effetti in ordinari i circa duemila sportelli ad operatività ridotta (stagionali e saltuari, interni, sportelli di cassa mercati, di cassa e cambio, di cassa cambiali e dipendenze di credito su pegno). Le aziende di credito sono state chiamate a determinare autonomamente, in relazione alle caratteristiche dei mercati serviti, l'ampiezza della gamma dei servizi offerti presso ciascun punto operativo. D'ora in avanti la Banca d'Italia, nell'esercizio della propria potestà autorizzativa, farà riferimento a un unico tipo di dipendenza bancaria.

Sono stati esclusi dal provvedimento di unificazione, in quanto non si caratterizzano come tipici punti di contatto delle aziende di credito con la clientela per lo svolgimento dell'attività bancaria, gli uffici di rappresentanza, gli uffici di carattere interno e amministrativo ai quali non abbia accesso la clientela, quelli destinati all'espletamento di incarichi conferiti a terzi per specifiche operazioni bancarie e i servizi a domicilio della clientela.

Si è anche provveduto a liberalizzare l'istituzione di sportelli bancari temporanei presso fiere, manifestazioni e mercati, per i quali le aziende di credito non dovranno più munirsi della preventiva autorizzazione della Banca d'Italia, ma si limiteranno a segnalarne l'apertura e la chiusura.

E' inoltre in corso una revisione della disciplina che regola il trasferimento delle dipendenze sul territorio. Le aziende di credito saranno suddivise, secondo la dimensione e la sfera territoriale, in raggruppamenti ai quali corrisponderanno determinati ambiti geografici di mobilità. All'interno di queste zone i trasferimenti avverranno secondo piani predisposti da ciascuna azienda, che la Banca d'Italia valuterà esclusivamente sulla base dell'idoneità tecnica dei singoli istituti.

La medesima linea direttrice, secondo la quale l'enfasi dei controlli tende a spostarsi dalle condizioni prevalenti nei mercati locali al profilo aziendale delle singole banche interessate, potrà essere applicata anche alla normativa sull'apertura di nuovi sportelli.

I piani aziendali di espansione, per i quali saranno indicati in via di massima confini geografici e limiti quantitativi riferiti a gruppi omogenei di banche, saranno valutati dalla Banca d'Italia sulla base di parametri che attengono alla dotazione patrimoniale, alla potenzialità reddituale, alla struttura dei costi e all'assetto organizzativo di ciascuna istituzione creditizia.

sul conto economico degli intermediari. Al termine di questo processo i titoli esenti e quelli con ritenuta fiscale ridotta saranno concentrati nei portafogli delle persone fisiche e dei fondi e il loro rendimento netto tenderà ad allinearsi a quello dei titoli tassati al 12,5 per cento.

Fra i sottoscrittori di titoli di Stato e di obbligazioni, si è ridotta fortemente l'importanza dei fondi comuni che, nei primi otto mesi del 1987, hanno disinvestito titoli per 800 miliardi, contro acquisti netti per 24.000 nel corrispondente periodo del 1986 (tav. a30). Dopo aver continuato a sottoscrivere titoli nei primi mesi dell'anno, i fondi hanno effettuato forti disinvestimenti nel secondo quadrimestre (4.100 miliardi, contro sottoscrizioni per 9.100 nel corrispondente periodo del 1986). Il comportamento dei fondi è stato in parte compensato da quello delle aziende di credito, che hanno acquistato titoli in un periodo dell'anno nel quale solitamente disinvestono (700 miliardi, contro -2.500 miliardi nel secondo quadrimestre del 1986), e da quello della Banca d'Italia, che ha sottoscritto titoli per 9.300 miliardi (-50 miliardi nel secondo quadrimestre del 1986), mentre ne aveva venduti per quasi 3.000 miliardi nel corso dei primi quattro mesi dell'anno. Anche gli altri investitori hanno sottoscritto titoli prevalentemente nei primi mesi dell'anno (39.300 nel periodo gennaio-aprile, contro 23.700 nello stesso periodo del 1986), pur continuando ad acquistarne nel secondo quadrimestre (15.900 miliardi, contro 20.300).

Il patrimonio netto dei fondi italiani alla fine di settembre ha raggiunto i 68.300 miliardi. La crescita dall'inizio dell'anno è stata pari a 3.200 miliardi ed è quindi risultata inferiore al flusso di nuove sottoscrizioni (4.100 miliardi), a causa della diminuzione dei corsi di titoli in portafoglio, in particolare di quelli azionari. L'andamento della raccolta, sostenuto nella prima metà del periodo in considerazione, ha mostrato successivamente una flessione. In questa seconda fase il risparmio delle famiglie, per la debolezza del mercato azionario e per le attese di aumento dei tassi di interesse, si è diretto prevalentemente verso i depositi bancari e i titoli a breve termine: la conseguenza di questi comportamenti è stata un volume di raccolta netta dei fondi declinante nel secondo quadrimestre, con un valore negativo ad agosto (640 miliardi) e a settembre (1.540 miliardi).

L'attività di investimento dei fondi nei primi cinque mesi dell'anno è stata relativamente stabile, e gli acquisti di titoli azionari si sono svolti in maniera anticiclica rispetto all'andamento del listino di borsa. Successivamente, l'abolizione del deposito infruttifero sugli acquisti di titoli in valuta e l'incertezza sull'andamento dei tassi d'interesse hanno promosso un processo di ricomposizione del portafoglio in favore della componente estera, la cui consistenza è aumentata di 2.100 miliardi nel periodo giugno-settembre (dal 7,3 all'11,0 per cento del totale). L'elevata propensione verso gli investimenti all'estero emerge in maniera ancor più chiara se si osserva la composizione del portafoglio dei fondi entrati nel mercato dall'inizio dell'anno, che dovrebbero avere i minori costi di aggiustamento: per tali fondi i titoli in valuta a fine settembre erano pari, in media, a circa il 16,4 per cento del portafoglio. La riduzione del peso dei titoli in lire avvenuta tra la fine di maggio e la fine di settembre è la risultante del calo della componente azionaria e soprattutto della diminuzione della componente in titoli di Stato (dal 57,0 al 53,1 per cento del portafoglio), la cui consistenza è diminuita di circa 4.700 miliardi (tav. 20).

Tav. 20

**Fondi comuni mobiliari di diritto italiano:
portafoglio titoli**

(consistenze in miliardi di lire)

DATA	Titoli in lire			Titoli in valuta		Totale
	Titoli di Stato (1)	Obblig.	Azioni	Obblig.	Azioni	
1986 — dic.	35.844	5.153	17.887	1.422	2.305	62.611
1987 — feb.	37.804	5.312	17.739	1.443	2.618	64.916
mar.	37.858	5.459	18.947	1.522	2.981	66.767
apr.	38.830	5.538	20.418	1.632	3.202	69.620
mag.	39.277	5.522	19.010	1.745	3.298	68.852
giu.	38.760	5.599	18.996	2.065	3.392	68.812
lug.	37.671	5.711	18.835	2.389	3.872	68.478
ago.	36.236	5.527	17.100	2.666	4.274	65.803
set.	34.533	5.486	17.861	2.775	4.382	65.037

(1) Inclusi i BOT.

La crescita del mercato azionario, impetuosa fino alla metà del 1986, si è invertita. Nei primi nove mesi dell'anno alla Borsa valori di Milano gli scambi di azioni quotate (31.000 miliardi) sono stati circa il 60 per cento di quelli del corrispondente periodo del 1986, mentre i prezzi hanno subito una flessione media dell'11 per cento. Il calo dei prezzi è stato interrotto dalla breve fase di crescita di marzo e aprile, riprendendo però nei mesi successivi e accentuandosi dopo la metà del mese di ottobre per l'influsso esercitato dalla forte fles-

sione registrata alla Borsa di New York (cfr. riquadro nel paragrafo sulle prospettive a breve termine).

Il rarefarsi della domanda di azioni ha reso più difficoltosa la raccolta di capitale di rischio, notevolmente diminuita rispetto all'anno precedente (5.500 miliardi nei primi nove mesi del 1987 contro 9.600 miliardi nello stesso periodo del 1986, considerando le sole emissioni effettuate da società quotate).

Le prospettive a breve termine

Il preconsuntivo per il 1987

Nei mesi estivi del 1987 l'attività produttiva ha subito una pausa. Sulla base di dati rettificati e depurati della stagionalità la produzione industriale è diminuita dell'1,5 per cento nel bimestre luglio-agosto, rispetto al secondo trimestre dell'anno; prime indicazioni ricavate dai consumi di elettricità confermano tale evoluzione anche per il mese di settembre. Le aspettative degli operatori per il quarto trimestre non segnalano tuttavia una flessione della domanda, anche se le attese di crescita sono state riviste verso il basso, soprattutto per quanto riguarda i beni di consumo durevoli, in seguito ai provvedimenti fiscali di agosto. Una stasi della produzione nello scorcio del 1987 porterebbe a un suo incremento complessivo nella media dell'anno di poco superiore al 3 per cento.

Il prodotto interno lordo dovrebbe anch'esso crescere nel 1987 di circa il 3 per cento, come indicato nel preconsuntivo della Relazione previsionale e programmatica (tav. 21). Sebbene in leggero aumento rispetto al 1986, la crescita del reddito risulterebbe di circa mezzo punto inferiore all'obiettivo programmatico.

Superiore alle previsioni è stata l'espansione della domanda interna, specialmente nella componente per consumi. Questi crescerebbero di oltre il 4 per cento, continuando a risentire degli effetti positivi sul potere d'acquisto e sulla ricchezza in termini reali delle famiglie determinati dal forte miglioramento delle ragioni di scambio dell'anno passato e completamente manifestatisi nell'anno in corso; stimoli aggiuntivi sono provenuti dalla conclusione dei contratti di lavoro del settore privato e soprattutto di quelli del settore pubblico.

Gli investimenti fissi lordi, pure in considerevole aumento nella voce delle attrezzature e dei mezzi di trasporto, hanno avuto ancora un anda-

mento deludente per quanto riguarda le costruzioni, su cui hanno inciso difficoltà nell'avvio della fase di attuazione dei programmi pubblici a suo tempo previsti. Elevata dovrebbe risultare anche, nell'anno, la variazione delle scorte.

Tav. 21

Preconsuntivo e scenario programmatico dell'economia italiana

VOCI	1986	1987 (1)	1988 (1)
<i>(variazioni percentuali)</i>			
Grandezze reali			
Prodotto interno lordo	2,7	3,0	2,8
Domanda interna	3,2	4,5	3,5
Bilancia reale con l'estero (2)	-1,9	-6,1	-2,3
Deflatori			
Prodotto interno lordo	8,1	5,4	4,6
Consumi privati	6,1	4,6	4,5
Ragioni di scambio (2)	14,1	1,5	0,5
<i>(rapporti percentuali)</i>			
Saldi finanziari/PIL			
Fabbisogno statale (al netto delle regolazioni di debiti pregressi) ..	12,3	11,2	10,5
Saldo corrente con l'estero (FMI) ..	0,7	0,1	-0,2

(1) Relazione previsionale e programmatica per il 1988. — (2) Variazione percentuale dell'indice calcolato come rapporto tra i numeri indici delle quantità (o dei deflatori) delle esportazioni e delle importazioni di contabilità nazionale.

La crescita della domanda si è rapidamente riflessa sul volume delle importazioni di beni e servizi, che crescerebbero del 7 per cento, superando di quasi 2 punti percentuali l'aumento dell'anno passato. Nel contempo, l'insoddisfacente sviluppo del commercio mondiale nella prima parte

del 1987 ha fortemente condizionato l'andamento delle nostre esportazioni; difficilmente le vendite all'estero dei nostri prodotti potranno far segnare nella media dell'anno un incremento reale superiore all'1 per cento. L'assenza di sincronia tra la domanda interna del nostro paese e quella dei nostri *partners* commerciali si è riflessa sulla bilancia dei pagamenti. L'attivo delle partite correnti registrato l'anno passato dovrebbe essere azzerato nel 1987, nonostante un ulteriore, sia pur lieve, guadagno di ragioni di scambio che ha fatto seguito all'eccezionale miglioramento del 1986. A una sostanziale stabilità del disavanzo della bilancia energetica si contrapporrebbe, nell'anno, un peggioramento dell'avanzo dell'interscambio degli altri prodotti dell'ordine di 10.000 miliardi (misurato sulla base dei dati doganali). Questo risultato riflette il peggioramento della bilancia reale, pur scontando il parziale riequilibrio che dovrebbe aver luogo nell'ultima parte dell'anno e che già si è manifestato nel terzo trimestre.

Nella media dell'anno l'inflazione si è ridotta di circa l'1,5 per cento rispetto al 1986, superando di poco l'obiettivo programmatico; negli ultimi mesi si sono però registrati segni di accelerazione. Dopo aver raggiunto un minimo del 4,1 per cento nel mese di giugno, l'incremento del costo della vita è risultato, a distanza di dodici mesi, del 5 per cento in settembre e, in base alle anticipazioni sulle grandi città, dovrebbe essere pari al 5,4 per cento in ottobre. Il 1987 dovrebbe quindi chiudersi con un incremento in corso d'anno prossimo al 6 per cento, che riflette anche gli effetti dell'addizionale IVA introdotta il 27 agosto scorso e del provvedimento di aumento dell'imposta sui tabacchi del 5 ottobre (vedi riquadro nel capitolo sulla finanza pubblica). In crescita dal mese di marzo sono state inoltre le quotazioni all'ingrosso. Le ultime indicazioni disponibili per il mese di agosto indicano un incremento sui dodici mesi del 4,1 per cento, il valore più elevato dal gennaio del 1986.

Nonostante il rinnovo della maggior parte dei contratti di lavoro e la riduzione della fiscalizzazione degli oneri sociali, nel 1987 i margini di profitto dell'industria manifatturiera dovrebbero ancora risultare in aumento, anche se a un tasso assai più contenuto che nell'anno passato. In particolare, dopo la sostanziale stabilità del 1986, dovuta in misura rilevante alla flessione di circa il 7

per cento dei prezzi in lire degli *inputs* importati, i costi unitari totali potrebbero crescere nell'anno in corso intorno al 3,5 per cento, lo 0,5 in meno dei prezzi alla produzione. Nel complesso del settore privato l'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe essere di circa il 5 per cento, scontando un aumento della produttività vicino al 2,5 e delle retribuzioni *pro capite* intorno al 7 per cento; di oltre l'11 per cento è invece l'aumento previsto per le retribuzioni del pubblico impiego.

Il mancato rispetto dell'obiettivo di mantenere costanti in termini reali le spese correnti ha costituito la causa principale dello sconfinamento del fabbisogno di cassa del settore statale rispetto all'obiettivo di 100.000 miliardi fissato nei documenti programmatici.

Nei primi nove mesi il fabbisogno è risultato di quasi 3.000 miliardi superiore a quello registrato nello stesso periodo del 1986; le misure fiscali prese negli ultimi mesi dovrebbero consentire di ricondurre il saldo dei conti dello Stato per quest'anno sui livelli raggiunti nel 1985 e nel 1986. In rapporto al prodotto interno lordo, le occorrenze finanziarie del settore statale, già diminuite di oltre 1 punto percentuale nel 1986, si ridurrebbero ulteriormente.

La crescita delle spese per il servizio del debito pubblico sarà di modesta entità; gli effetti dell'espansione del debito sono infatti quasi compensati da quelli della riduzione dei tassi d'interesse. Sul fabbisogno ha influito positivamente l'andamento delle entrate. Esso è stato inoltre contenuto, anche se in misura minore che nell'anno passato, da particolari operazioni di natura finanziaria, quali i residui versamenti in tesoreria delle disponibilità detenute dagli enti pubblici presso le aziende di credito e la riduzione degli apporti alle imprese pubbliche. A fronte di quest'ultima, tuttavia, è stata mantenuta la facoltà di emettere titoli o di contrarre mutui ponendo tutti gli oneri a carico del bilancio dello Stato.

L'accelerazione dei prestiti bancari, osservata soprattutto nei mesi estivi, è rapidamente rientrata dopo l'introduzione del massimale. Nel mese di settembre la riduzione degli impieghi in lire è stata pari a circa 9.000 miliardi: il loro tasso di crescita su base annua è sceso dal 13,9 per cento del periodo gennaio-agosto all'8,4 per cento

dei primi nove mesi; quello degli impieghi totali è passato dal 10,9 al 7,2 per cento.

La flessione è stata superiore a quella necessaria per il rientro entro il limite stabilito dal massimale. Il fenomeno ha interessato l'intero sistema bancario; la decelerazione è stata più forte per le aziende di credito di maggiori dimensioni. La crescita degli impieghi in lire è ora in linea con un obiettivo dell'ordine dell'8 per cento nei dodici mesi terminanti in dicembre. Più accentuato dovrebbe risultare l'aumento dei prestiti degli istituti di credito speciale, dati il sostenuto andamento degli investimenti in macchinari e attrezzature e la vivace domanda di mutui fondiari.

Considerate anche le emissioni obbligazionarie delle imprese, i finanziamenti al settore non statale dovrebbero aumentare nel 1987 a un tasso di poco più elevato del margine superiore della fascia obiettivo. Superiore all'obiettivo dovrebbe anche essere la crescita del credito totale interno

(poco meno del 13 contro l'11 per cento; tav. 22); come nel 1986, il 70 per cento del flusso di credito complessivo risulterà utilizzato dal settore statale.

Le attività finanziarie sull'interno del settore non statale dovrebbero aumentare di circa il 13 per cento. Molto inferiore a quello dello scorso anno risulterà il peso delle quote dei fondi comuni sul totale delle attività finanziarie. In prospettiva, l'instabilità recente dei mercati azionari potrebbe rafforzare ulteriormente le preferenze degli investitori verso le attività liquide, come i BOT e i depositi bancari. L'esigenza di aumentare il collocamento sul mercato dei titoli di Stato e di contenere, nel contempo, l'accorciamento della durata media dei titoli di nuova emissione ha indotto a rivedere, nell'asta di fine ottobre, il livello e l'inclinazione della curva dei rendimenti dei BOT. Ciò contribuirà a mantenere la crescita della moneta all'interno della fascia obiettivo del 6-9 per cento.

Tav. 22

Flussi finanziari

ANNI	Prodotto interno lordo		Fabbisogno statale (1)		Finanziamenti al settore non statale (B)		Credito totale interno (A) + (B)			Attività finanziarie del settore non statale (2)			
	miliardi	var. %	comples- sivo	interno (A)	variazioni		variazioni		rapp. PIL (3)	variazioni		rapporti con il PIL (3) (4)	
					miliardi	%	miliardi	%		miliardi	%	miliardi	%
1980	390.432	....	37.018	34.015	29.219	16,4	63.235	18,5	16,2	52.615	15,8	13,2	98,7
1981 (5)	468.049	19,9	53.293	45.239	28.098	13,5	73.336	18,1	15,7	65.410	17,0	14,0	96,5
1982 (5)	545.124	16,5	72.702	69.036	31.604	13,4	100.640	20,9	18,5	89.724	19,9	16,5	99,5
1983	613.575	15,9	88.257	85.194	35.432	13,2	120.626	20,7	19,1	111.542	20,6	17,7	103,7
1984 (6)	720.682	14,1	95.387	91.400	48.322	15,6	139.723	19,7	19,4	129.009	19,7	17,9	109,0
1985	805.754	11,8	110.237	107.483	46.474	13,0	153.957	18,1	19,1	138.756	17,7	17,2	114,9
1986	894.362	11,0	109.586	106.300	46.000	11,5	152.300	15,1	17,0	156.998	17,0	17,6	121,6
1987 (7)	966.000	8,0	100.000	97.000	31.000	7,0	128.000	11,1	13,3	126.000	11,6	13,0	125,3
1987 (8)	970.750	8,5	109.000	103.000	44.500	10,0	147.500	12,8	15,2	141.500	13,0	14,6	126,3
1988 (7)	1.044.550	7,6	109.500	104.000	39.000	8,0	143.000	11,0	13,7	136.000	11,1	13,0	130,4

(1) Dal 1985, nel fabbisogno complessivo non sono incluse le regolazioni di debiti pregressi in titoli e in contanti; queste ultime sono invece incluse nel fabbisogno interno.
 — (2) Sull'interno al netto delle azioni. — (3) Calcolati sul flusso del periodo. — (4) Calcolati sulle consistenze di fine periodo. — (5) Al netto dell'effetto del deposito infruttifero sui pagamenti all'estero. — (6) I finanziamenti al settore non statale sono corretti per le distorsioni nelle statistiche bancarie connesse con l'uscita dal massimale. — (7) Scenario programmatico. — (8) Preconsuntivo; i dati del prodotto interno lordo e del fabbisogno statale complessivo sono tratti dalla Relazione previsionale e programmatica per il 1988.

L'andamento recente dei mercati azionari

Il 19 ottobre 1987 l'indice Dow Jones della borsa di New York è sceso di quasi il 23 per cento. Il giorno successivo tutte le altre borse hanno risentito del crollo di Wall Street con cedimenti rilevanti. Ad esempio, a Sydney le quotazioni sono calate del 25 per cento, a Singapore del 21, a Tokio del 15, a Londra del 12; anche sugli altri mercati europei si sono avute ampie flessioni. La generale discesa dei corsi azionari sembra essere stata innescata da dichiarazioni che parevano mettere in discussione il disegno di cooperazione internazionale in materia di tassi di cambio e di aggiustamento degli squilibri delle bilance dei pagamenti, alimentando timori di una rincorsa al rialzo dei tassi di interesse. Alla discesa hanno contribuito inoltre fattori tecnici legati alla crescente computerizzazione delle transazioni. Al di là di questi fattori è da osservare che le borse di New York e di Tokio avevano proseguito la fase ascendente anche nel corso del 1987, quando le condizioni di fondo delle rispettive economie non sembravano giustificare aumenti così rilevanti.

Il 20 e il 21 ottobre l'indice Dow Jones è risalito rispettivamente del 6 e del 10 per cento, ricuperando parte del terreno perduto e trascinando al rialzo le altre borse mondiali. A ciò hanno contribuito le assicurazioni ufficiali che confermavano gli accordi di cooperazione internazionale e l'immissione di liquidità nel sistema da parte delle principali banche centrali. Nei giorni immediatamente successivi si sono, tuttavia, nuovamente manifestati ampi cedimenti delle quotazioni.

La caduta degli indici azionari del mese di ottobre ha comportato significative variazioni della capitalizzazione di borsa. Fra la fine di agosto e il 19 ottobre il valore di mercato delle azioni trattate alla borsa di New York è sceso di oltre 1.000 miliardi di dollari; a Tokio la flessione è stata di oltre 500 miliardi; a Londra di circa 50; a Francoforte e Parigi di quasi 40; a Milano di 3 (vedi tavola).

La caduta dei valori azionari aumenta il costo del capitale per le imprese; tuttavia, poiché in generale alla fase di ascesa dei corsi non si è accompagnato un andamento sostenuto degli investimenti, non è da at-

tendersi un effetto simmetrico di segno opposto di particolare rilievo. L'effetto ricchezza sui consumi, stimato dell'ordine di oltre 4.000 dollari per abitante negli Stati Uniti e in Giappone, di circa 1.000 nel Regno Unito, e di entità più ridotta altrove, potrebbe essere più significativo. Tuttavia, esso dovrebbe essere limitato sia dalla ancora elevata concentrazione dei patrimoni azionari, sia dal fatto che la propensione al consumo rispetto alla ricchezza è relativamente bassa, soprattutto per le componenti più variabili di quest'ultima, come le azioni.

Per valutare gli sviluppi recenti appare utile ricordare che i mercati azionari sono stati caratterizzati sin dal 1982 da movimenti ascendenti che si sono intensificati a partire dal 1985. Nei quasi tre anni che intercorrono fra il gennaio del 1985 e il settembre del 1987 l'aumento è stato dell'86 per cento negli Stati Uniti, del 207 per cento in Italia, del 125 in Giappone e in Francia, del 95 nel Regno Unito, e del 63 nella Germania federale (vedi figura). Le quotazioni azionarie negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Giappone sono state contraddistinte da aumenti rilevanti anche nel corso del 1987. Negli altri paesi si sono avuti andamenti diffusi: il mercato tedesco, dopo il cospicuo incremento delle quotazioni nel corso del 1985, non ha segnato ulteriori aumenti; per quelli italiano e francese l'incremento dei corsi si è arrestato, rispettivamente, verso la metà del 1986 e nei primi mesi del 1987, dopo l'esaurirsi dell'effetto disinflattivo connesso al ribasso del prezzo del petrolio. Da allora fino al settembre 1987 gli indici azionari italiani hanno subito una correzione del 20 per cento circa, mentre quelli francesi sono lievemente diminuiti.

La determinante principale della tendenza all'aumento delle quotazioni è stata il forte calo dei tassi di interesse nominali iniziato nel 1982, conseguenza della riduzione del tasso di inflazione. Inoltre, i profitti delle imprese sono cresciuti significativamente, in particolare grazie alla moderazione salariale e alla ristrutturazione aziendale. Infine, dal 1983 in poi le imprese hanno potuto contare su prospettive di crescita della domanda aggregata stabili in tutti i paesi.

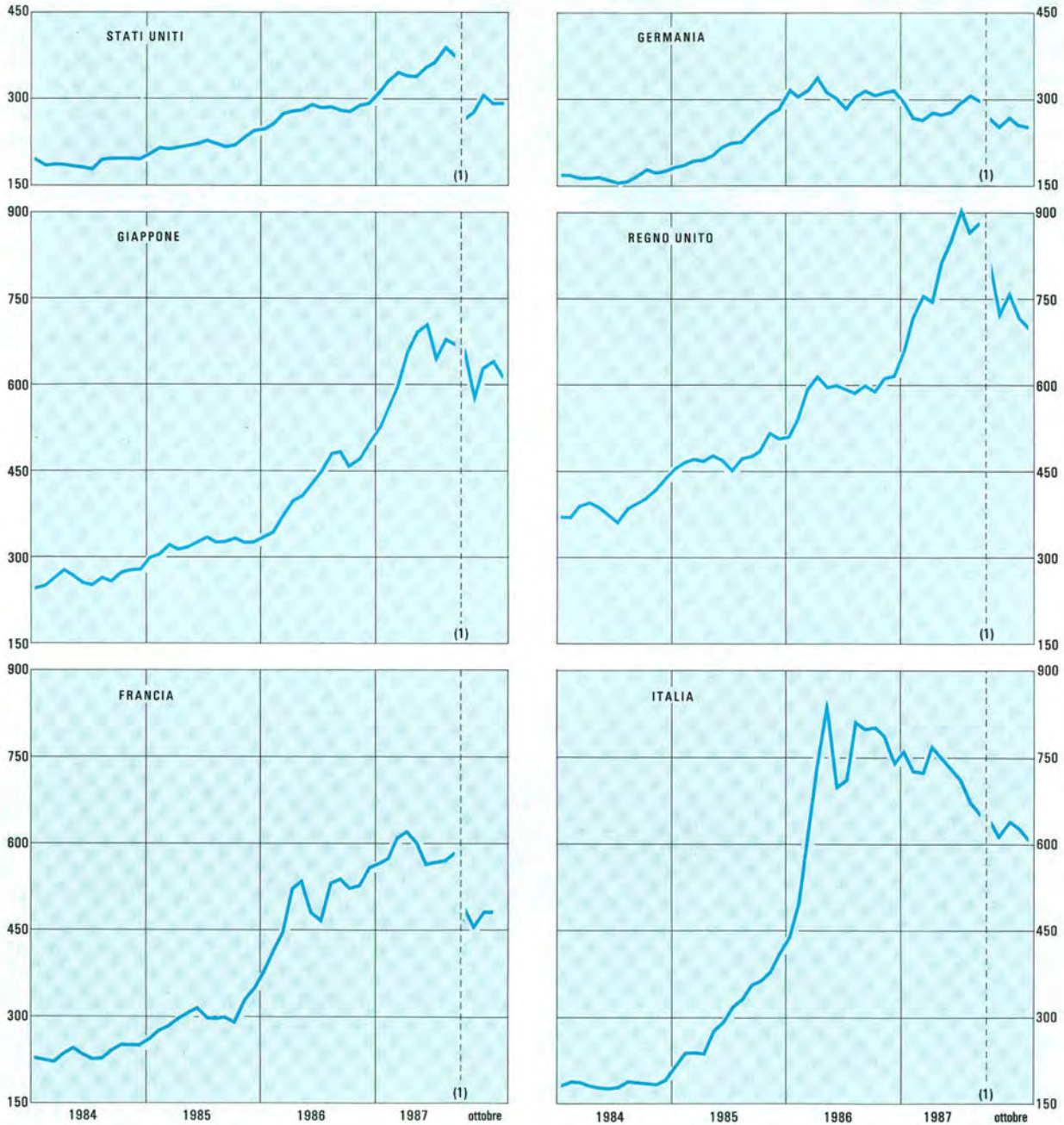
Capitalizzazione nelle principali borse (1)

	31.8.1987		30.9.1987		19.10.1987	
	(a)	(b)	(a)	(b)	(a)	(b)
Stati Uniti	2.949,7	12.209	2.870,5	11.881	1.928,9	7.984
Regno Unito	693,3	12.215	727,8	12.822	639,3	11.263
Francia	184,7	3.335	185,2	3.344	148,5	2.681
Germania federale	262,8	4.305	254,6	4.170	224,3	3.674
Giappone	2.956,9	24.339	2.895,4	23.832	2.428,6 (*)	19.990
Italia	126,1	2.204	127,9	2.235	122,6	2.143

(1) Elaborazioni su dati Morgan Stanley. — (a) Valori assoluti in miliardi di dollari. (b) Valori pro capite in dollari. — (*) Al 20.10.1987.

Indici dei mercati azionari (1)

(dati medi; indici 1975 = 100)



Fonte: Standard & Poor Comp.; Giappone: Borsa di Tokio; Germania: Indici FAZ; Francia: Compagnia degli agenti di cambio di Parigi; Regno Unito: Financial Times; Italia: Banca d'Italia.

(1) I dati del mese di ottobre sono su base giornaliera e si riferiscono al periodo 19-23 ottobre.

Il riafflusso di riserve determinato dai provvedimenti del 13 settembre scorso ha avuto nell'immediato effetti espansivi sulla liquidità bancaria, che all'inizio di ottobre si sono tradotti in una flessione dei tassi interbancari. Nella prima metà del mese la Banca d'Italia ha drenato liquidità per oltre 10.000 miliardi con operazioni di mercato aperto, effettuate a tassi intorno all'11,5 per cento. L'afflusso di riserve valutarie implica la necessità di aumentare il collocamento di titoli pubblici sul mercato e di contenere, nella restante parte dell'anno, il finanziamento del Tesoro in base monetaria.

Le prospettive per il 1988

L'economia internazionale

Le previsioni formulate in settembre dagli organismi internazionali indicano il proseguimento di una crescita moderata dell'economia mondiale e una riduzione modesta degli squilibri di parte corrente tra i principali paesi. Il quadro continua comunque ad essere caratterizzato da grande incertezza, specialmente dopo gli eventi eccezionali che hanno interessato negli ultimi giorni i mercati azionari di tutto il mondo e che potrebbero avere effetti riduttivi sulla crescita (vedi riquadro). Particolare cautela è dunque richiesta nel valutare tali previsioni.

Le politiche fiscali dei tre maggiori paesi dovrebbero contribuire al riequilibrio degli sbilanci correnti, attraverso il diverso impulso impresso alla crescita relativa delle componenti interne della domanda. Negli Stati Uniti nuove misure di riduzione del disavanzo federale sono all'esame del Congresso, dopo la considerevole discesa, in rapporto al prodotto nazionale, realizzata nell'anno in corso; in Giappone le misure di stimolo pubblico di 6.000 miliardi di yen, annunciate il 29 maggio di quest'anno ed equivalenti all'1,8 per cento del reddito nazionale, dovrebbero condurre a un'accelerazione dell'attività economica dell'1,5 per cento nel 1988, nonostante il sensibile peggioramento del saldo reale degli scambi con l'estero. Nella Germania federale l'entrata in vigore di riduzioni di imposta comporterà un aumento di 0,7

punti percentuali del rapporto tra disavanzo pubblico e prodotto interno lordo.

Il prodotto nazionale dei paesi industriali dovrebbe aumentare del 2,6 per cento nel 1988 (tav. 23). Inferiore alla media è lo sviluppo del reddito previsto per la Francia e la Germania federale: rispettivamente 1,8 e 2,1 per cento. Si ritiene che la domanda interna cresca meno del prodotto lordo negli Stati Uniti, mentre nella maggioranza degli altri paesi industriali dovrebbe avvenire l'opposto; in Giappone la domanda interna eccederà il prodotto di quasi un punto percentuale, in Europa di 0,7 punti.

Secondo le stime del Fondo monetario la crescita nei PVS dovrebbe superare il 4 per cento nel 1988. Tra questi, gli esportatori di petrolio, dopo una riduzione del reddito di quasi l'1 per cento nel 1987, dovrebbero far segnare un ricupero, con un tasso di crescita del 2,7 per cento.

Per effetto del rincaro del petrolio e di alcune altre materie prime, l'inflazione dei paesi industriali nel loro complesso si avvicinerebbe al 3,5 per cento nel 1988; negli Stati Uniti l'impatto inflazionistico del deprezzamento del cambio dovrebbe essere di un certo rilievo, contribuendo a un tasso d'inflazione di quasi un punto superiore a quello medio.

Gli andamenti dei flussi commerciali in volume contribuiranno alla riduzione degli squilibri di parte corrente di Stati Uniti, Giappone e Germania federale, ostacolata sino ad ora dagli effetti sui flussi nominali del deprezzamento del dollaro e del ribasso del petrolio, di cui gli ultimi due paesi hanno sensibilmente beneficiato. In rapporto al prodotto nazionale, gli attivi di parte corrente di questi due paesi dovrebbero ridursi, dal 3,6 per entrambi nel 1987, al 3,2 e 2,7 per cento, rispettivamente, nel 1988. Di tale riduzione gli Stati Uniti beneficerebbero solo in misura modesta: in rapporto al prodotto, il disavanzo corrente si ridurrebbe di mezzo punto percentuale, raggiungendo il 2,9 per cento. Nei PVS esportatori di petrolio la forte riduzione delle importazioni e il rialzo del prezzo del greggio dovrebbero consentire di riportare le partite correnti quasi in equilibrio, mentre i PVS non petroliferi dovrebbero stabilizzare i guadagni esterni finora conseguiti.

Il persistere degli attuali squilibri di parte corrente costituisce la maggiore minaccia alle prospettive di crescita dell'economia mondiale. Un

Tav. 23

Previsioni delle principali variabili macroeconomiche internazionali
(variazioni percentuali rispetto all'anno precedente)

	1986	1987	1988		1986	1987	1988
Prodotto lordo (1)				Bilancio correnti (2)			
Paesi industriali	2,7	2,4	2,6	Paesi industriali	-18,0	-39,0	-44,0
<i>di cui:</i>				<i>di cui:</i>			
Stati Uniti	2,9	2,4	2,7	Stati Uniti	-141,0	-152,0	-141,0
Giappone	2,4	3,2	3,4	Giappone	86,0	85,0	83,0
Europa	2,6	2,1	2,0	Europa	55,0	46,0	31,0
Germania fed.	2,5	1,5	2,1	Germania fed.	37,0	41,0	33,0
PVS non petroliferi	4,9	4,4	4,8	PVS non petroliferi	-14,0	-9,0	-15,0
PVS esp.ri petrolio	0,9	-0,9	2,7	PVS esp.ri petrolio	-33,0	-11,0	-4,0
Prezzi al consumo				Tasso di disoccupazione (3)			
Paesi industriali	2,3	3,0	3,4	Paesi industriali	7,9	7,7	7,6
<i>di cui:</i>				<i>di cui:</i>			
Stati Uniti	1,9	3,7	4,1	Stati Uniti	7,0	6,2	6,0
Giappone	0,6	0,3	1,6	Giappone	2,8	3,0	3,0
Europa	2,9	2,9	3,4	Europa	10,7	10,8	10,7
Germania fed.	-0,2	0,6	2,4	Germania fed.	7,9	7,9	7,7
Commercio mondiale (1)	4,8	3,4	4,4				
Esportazioni (1)				Importazioni (1)			
Paesi industriali	2,6	2,5	4,0	Paesi industriali	8,4	3,5	3,6
PVS non petroliferi	7,5	8,8	6,3	PVS non petroliferi	2,7	5,6	7,1
PVS esp.ri petrolio	12,9	-4,8	7,1	PVS esp.ri petrolio	-21,9	-15,3	0,1

Fonte: FMI.

(1) A prezzi costanti. — (2) Miliardi di dollari. — (3) Livello.

troppo lento avvio del riaggiustamento, provocando ulteriori instabilità nei tassi di cambio, alimenterebbe il riaccendersi di aspettative d'inflazione nei paesi le cui valute tendessero a deprezzarsi e potrebbe condurre a reazioni di politica monetaria di segno restrittivo, con conseguenze negative per l'attività economica; l'eventuale intensificarsi di pressioni protezionistiche aggraverebbe ulteriormente il quadro appena delineato.

Al di là di fattori tecnici che possono aver contribuito a rendere più drammatici i repentini e generalizzati ribassi del 19 di ottobre, le violente oscillazioni dei mercati azionari evidenziano la fragilità degli attuali equilibri sui mercati finanziari e dei cambi e l'importanza di rafforzare le

azioni di politica monetaria e fiscale coordinate tra i maggiori paesi industriali. Se non si riuscirà a dare maggior contenuto alle annunciate intese sulle politiche economiche che stanno alla base delle previsioni di sviluppo descritte, l'incertezza e l'instabilità che ora si osservano sui mercati finanziari finiranno per trasmettersi all'economia reale.

Lo scenario programmatico per l'economia italiana nel 1988

Accanto a un soddisfacente sviluppo dell'attività produttiva, il 1987 ha visto rapidamente esau-

Le principali misure previste dal disegno di legge finanziaria per il 1988 e dai provvedimenti di accompagnamento

La manovra finanziaria del Governo per il 1988 è basata: su un complesso di provvedimenti in materia fiscale, sulla limitazione delle assegnazioni agli enti decentrati accompagnata da interventi settoriali volti a ridurre gli esborsi, sull'introduzione di vincoli più stringenti all'approvazione di nuove disposizioni di spesa.

L'insieme dei provvedimenti, compresi quelli in materia tributaria già introdotti tra agosto e ottobre (si veda l'apposito riquadro nel capitolo dedicato alla finanza pubblica), dovrebbe determinare, secondo le stime ufficiali, una riduzione del fabbisogno del settore statale di circa 16.000 miliardi rispetto agli andamenti tendenziali per il 1988; gli interventi nell'area tributaria e in quella dei contributi sociali dovrebbero assicurare maggiori entrate per 8.000 miliardi, le spese dovrebbero essere ridotte dello stesso importo grazie agli interventi settoriali (in particolare nei comparti della previdenza e della sanità) e ai vincoli posti ai provvedimenti di nuova approvazione.

Provvedimenti in materia tributaria. — *L'insieme dei provvedimenti in questo comparto dovrebbe determinare, secondo le stime ufficiali, un maggior gettito per quasi 10.000 miliardi rispetto a quanto previsto dal bilancio tendenziale per il 1988; oltre l'85 per cento dell'incremento riguarderebbe le imposte indirette. Rispetto al prodotto interno lordo l'incidenza del prelievo tributario sarebbe aumentata di circa un punto percentuale; tale crescita verrebbe solo parzialmente compensata dagli sgravi contributivi nel settore degli oneri sociali.*

Con il decreto-legge n. 391 del 24 settembre 1987, che in parte ha riproposto delle norme presenti in un precedente decreto del mese di agosto, e il decreto del Ministro delle Finanze del 5 ottobre è entrato in vigore un insieme di provvedimenti (si veda il riquadro già citato) che dovrebbe accrescere le entrate nel 1988 di circa 3.800 miliardi. In tale computo è esclusa la perdita di gettito provocata dall'aumento della misura degli acconti da versare nel 1987 per l'Irpeg, l'Illor sulle persone giuridiche e l'imposta sostitutiva sugli interessi. Nel disegno di legge finanziaria tale aumento viene riproposto per il 1988; esso determinerà maggiori entrate, stimate in 2.850 miliardi (1), che dovrebbero sopravanzare di circa 800 miliardi la caduta di gettito appena menzionata.

Altri provvedimenti in materia tributaria sono previsti nel disegno di legge finanziaria e in un disegno di legge approvato dal Consiglio dei Ministri in data 6 ottobre 1987; essi dovrebbero determinare un maggior gettito per circa 5.300 miliardi (escludendo il già considerato aumento degli acconti).

Nel settore delle imposte dirette, viene stabilita una revisione dell'Irpef, con decorrenza 1° gennaio 1988, che comporterà un onere per il bilancio dello Stato stimato, per il 1988, il 1989 e il 1990, rispettivamente in 4.920, 6.520 e 6.820 miliardi (2). Le modifiche riguardano le ali-

quote, i limiti degli scaglioni, le detrazioni per il coniuge a carico e quelle spettanti ai lavoratori dipendenti. Il complesso degli interventi determina una generalizzata riduzione della pressione dell'imposta, con particolari benefici per le famiglie monoreddito e per i lavoratori dipendenti che si collocano negli scaglioni medio-bassi. La ritenuta sugli interessi bancari e postali viene elevata dal 25 al 30 per cento; i conseguenti maggiori introiti sono valutati ufficialmente per l'anno in esame in 2.500 miliardi. Viene consentita la rivalutazione, con parziale esenzione d'imposta e da eseguirsi nel solo esercizio in corso, di alcune categorie di cespiti patrimoniali nei bilanci delle imprese; i conseguenti maggiori introiti per il 1988 sono stimati ufficialmente in circa 3.000 miliardi. Negli anni successivi l'effetto sul gettito sarà di segno negativo, soprattutto in conseguenza dei maggiori ammortamenti consentiti sulle attività rivalutate. Sono inoltre introdotte nuove norme volte a disciplinare il trattamento fiscale delle perdite nel caso di fusioni di società e in materia di plusvalenze derivanti da cessione di partecipazioni. Viene, infine, consentita alle aziende di credito una più ampia deducibilità fiscale degli accantonamenti per rischi su crediti nei confronti di Stati che hanno ottenuto le procedure di ristrutturazione del debito estero, con conseguenti minori entrate valutate in circa 250 miliardi (2).

Nel settore delle imposte indirette, le attuali aliquote dell'IVA del 9 e del 18 per cento vengono portate, rispettivamente, al 10 e al 19 per cento; il conseguente maggior gettito è valutato in 2.982 miliardi (1) (al netto della riduzione delle imposte di fabbricazione e di consumo sulla benzina, sul gasolio, sugli oli minerali e sui tabacchi, volte a mantenere invariato il prezzo di vendita di questi beni). Sono inoltre aumentate del 25 per cento le tasse automobilistiche e sono accresciute le sovrattasse per autovetture alimentate a gasolio, a GPL e a metano; i maggiori introiti a seguito di questi provvedimenti sono valutati ufficialmente in 654 miliardi. Vengono aumentate del 25 per cento le aliquote dell'imposta sui premi delle assicurazioni, con un gettito addizionale stimato in 500 miliardi. Vengono prorogate al 31 dicembre 1990 le limitazioni alla detraibilità dell'IVA pagata sugli acquisti di autovetture e di carburanti, con maggiori entrate stimate ufficialmente in 1.200 miliardi, e stabilita la proroga fino al 31 dicembre 1988 delle agevolazioni per l'acquisto della prima casa, con minori introiti valutati in 360 miliardi (1).

Contributi sociali. — *Dal 1° gennaio 1988, le aliquote del contributo per l'assistenza sanitaria dei lavoratori dipendenti passano dal 9,6 al 9,4 per cento per i datori di lavoro, e dall'1,35 all'1,2 per cento per i lavoratori dipendenti; per questi ultimi l'aliquota diminuirà di ulteriori 0,10 punti dal 1989. Riguardo ai lavoratori autonomi, l'aliquota del contributo sociale di malattia, in precedenza stabilita nel 7,5 per cento, è ridotta al 7 per cento con decorrenza dal 1° gennaio 1987 e al 5 per cento dal 1989; il maggior importo già versato per il 1987 è portato in detrazione a quanto dovuto per l'anno 1988. L'aliquota del*

contributo sociale di malattia dovuto dai pensionati delle Amministrazioni statali, delle Aziende autonome e delle Ferrovie dello Stato, è portata dall'1 allo 0,5 per cento per il 1988 e viene annullata per gli anni successivi. Il minor introito per questi provvedimenti è stimato in 1.428 miliardi nel 1988 e 2.688 nel 1989 (2).

Il contributo capitaro aggiuntivo previdenziale, dovuto da coltivatori diretti, mezzadri e coloni, è più che triplicato; sono tenuti a versare il contributo per un importo ridotto, anche i soggetti, in precedenza esentati, con aziende ubicate nei territori montani. L'aliquota contributiva dovuta all'INAIL per i lavoratori dipendenti del settore agricolo è portata dal 7 al 9 per cento; la quota capitaria dovuta al medesimo istituto dai coltivatori diretti e dai concedenti di terreni a mezzadria e colonia viene più che triplicata. L'insieme di queste misure dovrebbe accrescere il gettito di circa 700 miliardi.

Dal 1° dicembre 1987 viene concesso alle imprese industriali e artigiane dei settori manifatturieri uno sgravio capitaro differenziato tra il Mezzogiorno (dove l'importo è maggiore di circa il 30 per cento) e il resto del territorio. Le minori entrate contributive conseguenti al provvedimento sono valutate per il 1988, 1989 e 1990, rispettivamente, in 1.006, 2.246 e 2.237 miliardi (2). Tali stanziamenti sono aggiuntivi agli importi già iscritti in bilancio (7.430 miliardi per il 1988) che riguardano la vigente fiscalizzazione dei contributi di malattia. Il provvedimento interrompe il processo di riduzione degli sgravi degli oneri sociali in atto dal 1985. In particolare, viene sostanzialmente compensata la riduzione dei benefici contributivi a favore del settore manifatturiero, apportata dal 1° gennaio 1987, con il passaggio dagli sgravi in quota percentuale delle retribuzioni a quelli capitari.

Sanità. — Il finanziamento di parte corrente del Servizio sanitario nazionale a carico del bilancio dello Stato per gli anni 1988, 1989 e 1990 è fissato, rispettivamente, in 53.500, 55.640 e 57.865 miliardi. L'importo assegnato per il 1988 supera di 5.700 miliardi quanto stanziato per il medesimo anno nel bilancio triennale 1987-89 e di 1.800 miliardi quanto al momento accertato per il 1987. Lo stanziamento tiene conto di un insieme di provvedimenti, contenuti nel disegno di legge finanziaria, volti a ridurre le degenze non necessarie e i posti letto sottoutilizzati negli ospedali pubblici e a limitare i consumi nei settori dell'assistenza specialistica, farmaceutica e integrativa, nonché di un apposito disegno di legge riguardante la riorganizzazione dell'intero comparto della sanità.

Previdenza. — Il complesso dei trasferimenti di bilancio e delle anticipazioni di tesoreria all'INPS è fissato in 36.000 miliardi (l'importo stabilito dalla legge finanziaria per il 1987 era pari a 33.400 miliardi).

Vengono modificate le procedure di accertamento per la concessione dei trattamenti di invalidità civile, uniformandole a quelle previste per le pensioni di guerra; in par-

ticolare, viene attribuito al Ministero del tesoro il compito di stabilire criteri per la verifica periodica della permanenza dei requisiti richiesti ai beneficiari.

Sono stabilite nuove norme per accedere al trattamento di Cassa integrazione guadagni straordinaria. In particolare, la durata del programma di risanamento aziendale presentato non può essere superiore ai tre anni (salvo la facoltà del CIPI di prorogarla per un massimo di due anni) e le imprese sono tenute a versare alla Cassa un contributo nella misura del 4 per cento dell'integrazione salariale straordinaria corrisposta ai propri dipendenti. Presso il Ministero del lavoro viene istituito utilizzando i contributi ex-Gescal, il «Fondo per il rientro della disoccupazione», con il compito di finanziare nuovi progetti di investimento.

A partire dal 1° luglio 1988 gli assegni familiari sono sostituiti dallo «assegno per il nucleo familiare», il cui importo è determinato sulla base del reddito e del numero dei componenti del nucleo familiare. Con questo provvedimento, che comporta un onere di 550 miliardi per il 1988 e di 1.100 miliardi per gli anni successivi (1), prosegue il processo di trasformazione degli strumenti per il sostegno dei carichi familiari, iniziato nel 1983 con l'introduzione degli assegni integrativi. Il nuovo assegno, pur essendo ancora limitato ai lavoratori dipendenti, si configura, infatti, come un sistema di integrazione dei redditi familiari non più strettamente subordinato alla presenza di persone a carico.

Vincoli finanziari a nuovi provvedimenti di spesa. — La normativa riguardante la copertura di bilancio dei provvedimenti legislativi viene resa più restrittiva. In particolare, per l'anno 1988, eventuali nuove norme che diano luogo a maggiori spese non dovranno comportare oneri superiori al 25 per cento dei maggiori introiti accertati o risultanti da provvedimenti in materia di entrate. Vengono inoltre stabiliti vincoli all'utilizzo di particolari fondi di bilancio, quali il fondo di riserva per le spese impreviste e il fondo per le spese obbligatorie e di ordine, al fine della indiretta copertura di nuove spese.

È stato inoltre limitato l'inserimento di nuove finalizzazioni nei fondi speciali (in particolare per quello di parte corrente) istituiti per la copertura finanziaria dei provvedimenti legislativi in corso di elaborazione e che si prevede possano essere approvati durante l'anno.

Personale. — A partire dal 1° gennaio 1988, le pubbliche amministrazioni potranno procedere ad assunzioni di personale subordinatamente all'accertamento dei carichi funzionali di lavoro e alla utilizzazione dell'istituto della mobilità previsto dall'accordo intercompartimentale.

(1) Allegato n. 7 alla Relazione al Parlamento di accompagnamento al Disegno di legge finanziaria.

(2) Disegno di legge approvato dal Consiglio dei ministri in data 6 ottobre 1987.

rirsi i pur rilevanti benefici conseguenti, per la nostra economia, alla forte riduzione dei prezzi del petrolio e al deprezzamento del dollaro. Quei benefici si erano innestati in un quadro già in sostanziale miglioramento, nel quale la politica monetaria e del cambio aveva ricevuto il sostegno di misure e di comportamenti coerenti sui fronti del bilancio dello Stato, dei prezzi e dei redditi nominali.

Nel mutato contesto internazionale e interno assumono particolare rilievo gli obiettivi posti dal Governo nella Relazione previsionale e programmatica per il 1988, che possono essere, nei punti principali, così riassunti:

- il fabbisogno del Tesoro dovrebbe restare in termini assoluti sul livello previsto per il 1987, scendendo di quasi un punto percentuale in rapporto al prodotto interno lordo;
- il tasso d'inflazione, pur tenendo conto dell'impatto dovuto all'aumento dell'imposizione indiretta, dovrebbe essere contenuto entro il 4,5 per cento nella media dell'anno;
- la crescita reale del prodotto interno lordo dovrebbe essere di poco inferiore al 3 per cento (tav. 21), riflettendo una significativa riduzione del tasso di sviluppo della domanda interna e una diminuzione del differenziale tra il tasso di aumento delle importazioni e quello delle esportazioni; il disavanzo di parte corrente si commisurerebbe quindi a solo lo 0,2 per cento del prodotto.

Non pochi sono i fattori di rischio che potrebbero compromettere la possibilità di conseguire questi obiettivi; è perciò necessario che gli indirizzi fissati siano perseguiti con rigore e continuità, operando congiuntamente con politiche di bilancio, dei redditi, della moneta e del cambio.

E' sul fronte dell'inflazione che l'obiettivo programmatico richiederà azioni concrete e incisive. Il rispetto dell'obiettivo indicato dal Governo, date la recente lievitazione dei prezzi e le modifiche, attuali e previste, dell'imposizione indiretta, richiede che siano assunti comportamenti volti al contenimento dei redditi nominali, tali da coinvolgere tutte le componenti di costo, i margini di profitto delle imprese, nell'industria come nel commercio, le tariffe pubbliche e i prezzi amministrati.

La Relazione previsionale e programmatica indica nel 5,5 e nel 5 per cento, rispettivamente nel settore privato e in quello pubblico, i tassi di aumento delle retribuzioni coerenti con l'obiettivo; ad essi si accompagnerebbero una dinamica delle tariffe e dei prezzi amministrati inferiore al tasso programmato d'inflazione e l'effetto di riduzione dei costi del lavoro proveniente dalla nuova fiscalizzazione degli oneri sociali. Quest'ultimo effetto può essere stimato di poco inferiore all'1 per cento del costo del lavoro per l'industria manifatturiera, recuperando quasi del tutto l'incremento dei contributi sociali occorso nel 1987. Per il sistema nel suo complesso, la fiscalizzazione aggiuntiva e la riduzione dei contributi per l'assistenza sanitaria (al netto degli incrementi contributivi del settore agricolo) comporterebbero un beneficio complessivo stimabile intorno ai 2.000 miliardi nel 1988 e più che doppio nel 1989. Per il rispetto dell'obiettivo in termini di inflazione è essenziale che questi sgravi, così come gli incrementi di produttività, si riflettano nei prezzi alla produzione e non si traducano in ulteriori aumenti dei margini di profitto dopo quelli assai rilevanti del 1986 e quelli, limitati, dell'anno corrente.

Il contenimento delle componenti interne dell'inflazione è indispensabile anche alla luce di possibili tensioni sui mercati della materie prime importate, non solo energetiche, che già si sono risolte in aumenti significativi delle quotazioni di alcuni importanti prodotti. Il vincolo esterno condiziona sempre, nonostante il beneficio proveniente dalla caduta del prezzo del petrolio dell'anno passato, lo sviluppo della nostra economia; il suo allentamento richiede il massimo sforzo perché siano evitate perdite di competitività per le nostre esportazioni, soprattutto in un momento, come quello attuale, caratterizzato da un notevole stato di incertezza a livello internazionale. Nel contempo, la dinamica della domanda interna del nostro paese non può risultare fuori linea rispetto a quella dei nostri *partners* commerciali.

L'impegno del Governo per la riduzione delle uscite correnti rispetto alle tendenze in atto deve costituire un elemento prioritario del disegno di contenimento del fabbisogno statale. Misure specifiche sono necessarie per realizzare i previsti tagli di spesa e incidere sugli andamenti di fondo del bilancio dello Stato; né, d'altra parte, i provvedimenti di accrescimento delle entrate hanno

tutti carattere permanente. In particolare, nel 1989 si possono valutare in circa 4.000 miliardi le minori entrate, rispetto al 1988, conseguenti ai provvedimenti di riduzione dei contributi sociali, della cosiddetta «tassa sulla salute» a carico dei lavoratori autonomi e dell'Irpef. Anche il provvedimento concernente la rivalutazione dei beni patrimoniali delle imprese porterà dal 1989 in poi a considerevoli perdite di gettito.

Dal conseguimento degli obiettivi in termini di entrate e uscite correnti dipende la possibilità di rispettare l'impegno di ricomposizione della spesa pubblica; in questo caso potrebbe trovare conferma l'incremento reale degli investimenti in opere pubbliche già previsto, ma non attuato, dai programmi per il 1987.

Coerentemente con gli obiettivi macroeconomici formulati dal Governo, la Banca d'Italia ha predisposto un quadro programmatico di crescita degli aggregati monetari e creditizi.

Per i finanziamenti al settore non statale si è stabilito un obiettivo di crescita dell'8 per cento, in linea con l'andamento degli investimenti e del prodotto interno lordo a prezzi correnti. Dato il proseguimento dei processi di innovazione finanziaria, che negli ultimi anni hanno reso sta-

bili i legami tra il livello di attività e il credito, sarà possibile accettare scostamenti dell'ordine di due punti percentuali, verso l'alto e verso il basso, attorno a tale tasso di crescita.

Considerando il già ricordato obiettivo per il fabbisogno statale, l'espansione del credito totale interno dovrebbe raggiungere i 143.000 miliardi; in rapporto al prodotto lordo l'aumento sarebbe così pari al 13,7 per cento. Analogamente a quello del credito dovrebbe risultare nell'anno il tasso di crescita delle attività finanziarie sull'interno (escluse le azioni); alla fine dell'anno queste supererebbero di quasi un terzo il valore del prodotto.

Più contenuta di quella del complesso delle attività finanziarie dovrà risultare l'espansione della moneta, in una fascia compresa tra il 6 e il 9 per cento. Per mantenere la crescita delle attività liquide all'interno di questo sentiero, i titoli di Stato detenuti dal settore non statale dovranno aumentare a un ritmo pressoché doppio. Tenuto conto delle condizioni che prevarranno sui mercati finanziari internazionali, il livello e la struttura dei tassi d'interesse dovranno consentire l'assorbimento nei portafogli dei risparmiatori dei nuovi titoli e un ordinato rinnovo del debito in scadenza.

Note

Sviluppo di tecniche finanziarie nell'ambito del problema del debito dei PVS

In seguito alla decisione presa dalla Citicorp nel maggio scorso di aumentare considerevolmente i fondi rischi per perdite su crediti a fronte della propria esposizione verso i PVS, molte delle maggiori banche americane (tav. 1), nonché alcune banche inglesi e canadesi, hanno effettuato accantonamenti a questo fine. La necessità di un rafforzamento patrimoniale è derivata anche dalla parziale sospensione dei pagamenti relativi al servizio del debito estero attuata dal Brasile a partire dal febbraio 1987. In questo modo le banche di quei tre paesi hanno portato il livello degli accantonamenti a fronte dei prestiti erogati ai paesi debitori a quello prevalente nei principali paesi dell'Europa continentale. La decisione riflette altresì una rafforzata volontà delle banche a intraprendere azioni che consentano di liquidare o di convertire parte dei crediti verso i PVS in altre attività, anche a costo di perdite.

In Italia dovrebbero entrare presto in vigore misure fiscali per favorire una crescita dei fondi rischi delle banche. In particolare, secondo un provvedimento approvato dal Governo, gli istituti di credito potrebbero compiere accantonamenti annui in sospensione di imposta pari al 10 per cento dei crediti verso i paesi che hanno proceduto alla ristrutturazione del proprio debito estero. L'agevolazione fiscale dovrebbe venire meno quando il fondo raggiunge il 30 per cento dei crediti verso i suddetti paesi.

Le innovazioni finanziarie possono svolgere un ruolo importante nell'accrescere il grado di flessibilità del processo di rinegoziazione del debito (*menu approach*). Nel suo discorso all'Assemblea annuale del Fondo monetario e della Banca mondiale svoltasi nel settembre di quest'anno a

Washington, il Segretario al Tesoro americano Baker ha, ad esempio, elencato una serie di innovazioni che potrebbe facilitare un più rapido accordo sui pacchetti finanziari in favore dei paesi debitori.

Tav. 1

Accantonamenti speciali di alcune banche americane a fronte dei crediti verso i PVS

(30/6/87 - miliardi di dollari)

BANCHE	Accantonamento II trim. 87 (1)	Fondo rischi:		Fondo rischi PVS in % esposiz. (4)
		totale (2)	PVS (3)	
Citicorp	3,0	4,9	3,5	22
Manufacturers Hanover ..	1,7	2,7	1,9	22
Chase Manhattan Corp. ...	1,6	2,7	2,0	23
Bankamerica Corp.	1,1	3,3	1,8	18
Chemical New York Corp.	1,1	2,1	1,4	23

Fonte: IBCA.

(1) Accantonamento speciale a fronte dei crediti verso i paesi in via di sviluppo. — (2) Fondo rischi per perdite sul totale dei crediti. — (3) Fondo rischi per perdite su crediti verso i PVS. — (4) Fondo rischi per perdite su crediti verso i PVS in percentuale dell'esposizione verso questi paesi.

Il canale principale per la cessione dei crediti verso i PVS è costituito dai programmi di *debt-equity swap* adottati da diversi paesi debitori (cfr. Relazione Annuale della Banca d'Italia sull'esercizio 1986). Tuttavia la domanda di crediti sul mercato secondario risente negativamente delle modalità restrittive contenute in alcuni di tali pro-

grammi di conversione e della limitatezza degli investimenti considerati appetibili nei paesi stessi. L'ammontare di questi ultimi dipende a sua volta dall'adozione di adeguate politiche economiche e dalla presenza di una favorevole congiuntura economica mondiale. I vantaggi che i paesi debitori possono trarre dagli schemi ora esaminati derivano, oltre che dall'effetto diretto sulla struttura delle passività, dalla capacità di assicurare un flusso addizionale di investimenti.

Invece di essere ceduti sul mercato secondario, i crediti possono essere convertiti direttamente dalle banche nelle valute dei paesi debitori per effettuare investimenti negli stessi. Queste operazioni sono favorite dal recente provvedimento della Riserva federale che innalza dal 20 al 100 per cento la quota di azioni di una società non finanziaria estera che può essere detenuta dalle banche americane. Le condizioni imposte al riguardo sono: (i) che si tratti di azioni di un'azienda pubblica in corso di privatizzazione di un paese fortemente indebitato; (ii) che i titoli vengano acquistati contro cessione di un credito detenuto dall'istituto. Limiti alla portata del provvedimento potrebbero tuttavia derivare dalla norma che impone alle banche di liquidare, salvo eccezioni, la partecipazione entro cinque anni, mentre alcuni programmi di *debt-equity swap* prevedono vincoli temporali maggiori per l'esportazione del capitale investito.

Accanto all'inclusione di un programma di *debt-equity swap*, altre innovazioni sono state di recente introdotte nel pacchetto finanziario di sostegno all'Argentina, al fine di ottenere un'adesione più rapida delle banche commerciali. Al riguardo si ricorda che, mentre il recente accordo col Messico ha richiesto circa 10 mesi di trattative e i negoziati con la Nigeria vanno avanti da oltre un anno, l'Argentina è riuscita a concludere l'accordo con le banche in due mesi (crediti ristrutturati per circa 30 miliardi di dollari e nuovi prestiti per quasi 2). La rapidità è stata favorita dai premi corrisposti alle banche che avessero assicurato la loro partecipazione entro una certa data (*early participation fee*). Inoltre, alle banche è stato offerto di avere, in cambio dei nuovi prestiti erogati nell'ambito del pacchetto finanziario, obbligazioni in valuta estera emesse dal governo (*new money instruments*). La possibilità di ottenere attività più liquide e non soggette a future ristrutturazioni potrebbe aver costituito un incentivo, nonostante

l'esiguità dell'ammontare massimo di obbligazioni che ogni singola banca poteva ottenere (un milione di dollari). Un contributo indiretto al raggiungimento dell'accordo può anche essere derivato dalle crescenti difficoltà che le banche stavano nel contempo incontrando nel negoziato con il Brasile.

Minor interesse hanno invece destato gli *exit bonds* che consentono ad alcune banche di non partecipare a futuri accordi per la rinegoziazione del debito. Questi strumenti, di cui si era discusso anche in precedenti negoziati tra PVS e banche commerciali, sono stati offerti per la prima volta dall'Argentina che ha dato alle banche la possibilità di convertire in obbligazioni emesse dal governo parte dei prestiti concessi in passato al paese stesso. Ogni banca può convertire crediti fino a un ammontare massimo di 5 milioni di dollari, estensibile a 30 qualora questo consenta di azzerare l'esposizione verso il paese. Questi importi vengono esclusi da futuri pacchetti di nuovi finanziamenti e non possono essere riscadenzati. La scarsa domanda di questi titoli da parte delle banche va collegata alla loro bassa redditività (tasso fisso del 4 per cento).

Le banche commerciali vorrebbero inoltre concedere meno prestiti ai governi dei paesi debitori per coprire i disavanzi di bilancia dei pagamenti, aumentando in pari misura i nuovi crediti concessi per finanziare progetti specifici e flussi commerciali. Per alcune banche potrebbe rivelarsi preferibile effettuare una parziale capitalizzazione degli interessi piuttosto che non concedere nuovi prestiti.

Un accordo che implica di fatto la parziale cancellazione del debito estero è stato raggiunto nel luglio scorso tra la Bolivia e le banche commerciali. L'accordo prevede il riacquisto del debito da parte della Bolivia a un prezzo scontato basato sul valore dei prestiti concessi al paese sul mercato secondario (attualmente circa il 10 per cento del valore nominale). Questa operazione verrebbe finanziata esclusivamente con risorse appositamente donate alla Bolivia da paesi terzi e versate in un fondo fiduciario speciale gestito dal FMI. L'ammontare dell'operazione dipenderà pertanto dall'entità delle donazioni e dalla quantità di crediti che le banche saranno disposte a vendere alle condizioni stabilite. Verrà inoltre data la possibilità alle banche di convertire i

crediti in valuta boliviana per effettuare investimenti nel paese.

Schemi di questo genere, adatti alla situazione boliviana a causa di alcuni suoi peculiari caratteri, non sembrano estensibili agli altri paesi maggiormente indebitati. In questo caso, infatti, l'opposizione da parte dei principali paesi industriali a schemi che implicino la cancellazione di debiti potrebbe essere ridotta per considerazioni di natura politica, oltre che per le condizioni economico-finanziarie particolarmente difficili del paese

(si ricorda che il reddito pro capite, pari a 540 dollari nel 1986, è il più basso tra i 15 paesi fortemente indebitati; la Bolivia rientra altresì nel gruppo dei paesi a basso reddito che possono ricorrere all'IDA). Inoltre, nei prossimi anni la Bolivia non intenderebbe ricorrere ulteriormente al credito bancario, ma solo a finanziamenti a condizioni agevolate. Infine, l'operazione verrebbe facilitata dall'ammontare, relativamente modesto rispetto ad altri PVS, dei crediti delle banche verso la Bolivia (614 milioni di dollari alla fine di giugno di quest'anno).

Documenti

Efficienza, stabilità ed equità

Una strategia per l'evoluzione del Sistema economico della Comunità europea

Rapporto di un Gruppo di studio nominato dalla Commissione delle Comunità europee e presieduto da Tommaso Padoa-Schioppa ().*

Per gentile concessione della Società editrice Il Mulino, presso cui il rapporto è in corso di stampa, viene qui anticipata la pubblicazione della lettera di trasmissione al Presidente della Commissione e del capitolo di sintesi dei risultati del rapporto.

A Jacques Delors
Presidente della Commissione delle Comunità europee

Signor Presidente,

nell'aprile del 1986 la Commissione decise di chiedere a un Gruppo di esperti indipendenti di studiare le conseguenze economiche di due decisioni prese dal Consiglio europeo nel 1985: l'allargamento della Comunità alla Spagna e al Portogallo e la creazione di un mercato europeo senza frontiere interne entro l'anno 1992. Al Gruppo fu chiesto di individuare i problemi che potrebbero sorgere nella realizzazione di queste decisioni e di suggerire soluzioni.

Nel trasmettere ora alla Commissione il rapporto del Gruppo vorrei commentare brevemente tre aspetti del lavoro compiuto: l'analisi, le proposte, la prospettiva.

A prima vista può sembrare che le due decisioni del 1985 non dovrebbero avere implicazioni «sistemiche» immediate: esse non rappresentano infatti che una estensione geografica e un approfondimento economico del progetto di un mercato comune, cioè dell'obiettivo originario del Trattato di Roma. Invece, per diversi motivi, le implicazioni sono assai più complesse.

Attraverso ampliamenti successivi, la Comunità è divenuta un'area molto più eterogenea — in termini di struttura economica, di livelli di benessere, di sistemi sociali e di istituzioni di politica economica — dell'originaria Comunità a sei. Per di più il programma di integrazione del mercato che dovrà realizzarsi entro il 1992 riguarda le parti più difficili del compito stabilito dal Trattato di

(*) Il Gruppo di studio era così composto: TOMMASO PADOA-SCHIOPPA, vice direttore generale della Banca d'Italia, presidente; MICHAEL EMERSON, capo della Direzione per la Valutazione economica delle Politiche comunitarie della Commissione delle Comunità europee; MERVYN KING, professore di economia presso la London School of Economics; JEAN-CLAUDE MILLERON, direttore della Previsione presso il Ministero delle Finanze a Parigi; JEAN PAELINCK, professore di teoria economica presso l'Erasmus University di Rotterdam e direttore dell'Istituto economico olandese; LUCAS PAPADEMOS, consigliere economico del governatore della Banca di Grecia; ALFREDO PASTOR, presidente della Empresa nacional Hidro-electrica de Ribagorzana di Barcellona; FRITZ SCHARPF, direttore del Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung di Colonia.

Roma, perché tocca materie che hanno implicazioni importanti per la libertà e la sicurezza delle persone, per la stabilità monetaria e per altre questioni politicamente delicate. Del resto, non è per un caso che l'attuazione di queste parti del Trattato è stata differita per tanti anni.

Nella sua analisi il rapporto osserva che entrambe le decisioni del 1985 riguardano il funzionamento dei mercati e afferma che esse aprono la via a rilevantissimi progressi nell'allocazione delle risorse economiche. Nel 1992 un'area di 320 milioni di consumatori e produttori, nella quale i beni, i servizi e i fattori della produzione circoleranno liberamente, costituirà un avanzamento sostanziale, in termini di efficienza, benessere e influenza nelle questioni economiche mondiali, rispetto al mercato del 1985, assai più ristretto e diviso da innumerevoli barriere interne.

Questo progresso, però, avrà profonde conseguenze per le due funzioni della politica economica che, in ogni sistema e anche in quello comunitario, integrano e completano la politica di allocazione delle risorse e interagiscono con questa. Tali funzioni sono la stabilizzazione dell'economia e la redistribuzione del reddito.

Da un lato, la completa liberalizzazione dei movimenti di capitale non è compatibile con il regime, oggi vigente, di stabilità dei tassi di cambio e di considerevole autonomia nella condotta delle politiche monetarie nazionali; dall'altro, la completa apertura del mercato interno di una Comunità allargata avrà effetti distributivi più forti e più laceranti di quelli manifestatisi negli anni sessanta, quando l'integrazione commerciale procedette fra paesi meno eterogenei e in un contesto di crescita economica più rapida.

Se queste interazioni fra politiche economiche venissero ignorate, o se ai problemi che esse pongono fossero date soluzioni inadeguate, allora quelli che nel 1985 erano stati giustamente salutati come passi significativi della costruzione dell'Europa potrebbero incontrare ostacoli e contraddizioni. E si potrebbe, sbagliando, trarre la conclusione che il programma era errato, o troppo ambizioso. L'obiettivo primario di un mercato interno pienamente integrato in una Comunità allargata perderebbe allora il necessario sostegno politico e finirebbe per fallire, privando così la Comunità di una fonte importantissima di accresciuto benessere economico.

E' perciò essenziale che fin dalle prime fasi del processo 1986-1992 venga tracciato, e realizzato, il programma complementare necessario per collocare l'evoluzione della Comunità su un sentiero di equilibrio.

Il Gruppo ritiene che ciò richieda una strategia sistematica, rivolta congiuntamente alle tre funzioni della politica economica: l'integrazione dei mercati, la stabilizzazione dell'economia e l'equa distribuzione dei benefici. Una tale strategia rappresenta un minimo senza il quale il successo del «programma allocativo», cioè del completamento del mercato interno, sarebbe messo in pericolo. Questa è la proposizione centrale del nostro rapporto.

Le raccomandazioni del Gruppo sono basate su questa proposizione centrale e possono essere così riepilogate:

- 1) la realizzazione del programma di completamento del mercato interno entro la scadenza fissata, il 1992, richiede che si faccia maggiore ricorso al principio del riconoscimento reciproco delle regolamentazioni nazionali, che la scelta delle aree prioritarie sia più selettiva, che la legislazione comunitaria sia meno complessa, che siano rapidamente trovate efficaci soluzioni per un grave e crescente problema di inosservanza della legge comunitaria. In nessun caso la scadenza del 1992 dovrebbe essere posta in discussione;*
- 2) il coordinamento delle politiche monetarie e i meccanismi del Sistema monetario europeo debbono essere significativamente rafforzati affinché la libertà di circolazione dei capitali e la disciplina dei cambi possano entrambi sussistere e coesistere;*

- 3) *in una Comunità più grande e più eterogenea, le funzioni di tipo redistributivo svolte dal bilancio comunitario e dagli strumenti finanziari della Comunità (BEI, NIC, ecc.) dovrebbero essere sviluppate considerevolmente nelle loro dimensioni e rese più efficaci nelle finalità e nel metodo;*
- 4) *perché l'allargamento della Comunità e il completamento del mercato interno si traducano in un successo, la crescita economica deve accelerare. Questa accelerazione deve provenire sia dal processo stesso di apertura dei mercati sia da una strategia di cooperazione macroeconomica quale è stata proposta dalla Commissione al Consiglio.*

Per realizzare nei fatti gli orientamenti proposti dal rapporto, e in particolare quelli sintetizzati nei primi tre punti di cui sopra, è necessario modificare le regole e i metodi di lavoro della Comunità. Non era compito del Gruppo indicare in dettaglio tali modifiche. Vorrei però osservare che dal nostro lavoro emerge con chiarezza la possibilità di conciliare un guadagno in efficacia nell'azione comunitaria con un più forte decentramento di certe funzioni della Comunità stessa. Il rapporto indica come un principio di «federalismo economico», del quale il riconoscimento reciproco delle regolamentazioni nazionali costituisce un esempio importante, possa suggerire soluzioni efficaci e realistiche in molti campi della politica economica.

Per ciascuno dei quattro gruppi di raccomandazioni, il rapporto esamina e indica azioni specifiche.

Vorrei infine aggiungere qualche osservazione per collocare il nostro lavoro in una prospettiva più ampia e per chiarirne le intenzioni.

Il rapporto contiene suggerimenti per molti dei campi in cui opera la politica economica. Il punto più importante che esso intende sottolineare è, tuttavia, la forza delle connessioni fra questi diversi campi. Troppo spesso problemi fra loro connessi formano oggetto di analisi e di negoziati separati, con la conseguenza che l'equilibrio o il disequilibrio complessivo derivante dalle soluzioni prescelte viene ignorato. Un più forte coinvolgimento della Comunità nelle politiche di stabilizzazione e di redistribuzione è il complemento indispensabile dell'ambizioso progetto di completare il mercato interno: questa è la nostra prima e più importante conclusione. Solo se questa conclusione è accettata, sarà possibile trovare un accordo su azioni specifiche da intraprendere in ciascuno dei tre settori considerati.

Nel valutare la strategia proposta, occorre poi tenere presente che il campo che si offre alla Comunità per intervenire nell'economia e per svilupparsi con successo è, paradossalmente, limitato proprio dalla natura strettamente economica della Comunità stessa. Ciò è dovuto al fatto che la Comunità, a differenza di altri sistemi che sono politicamente più completi, non ha responsabilità della produzione di beni pubblici essenziali quali la difesa, la giustizia e la sicurezza sociale; di conseguenza le controversie di tipo distributivo divengono più acute, proprio perché i paesi partecipanti sono indotti a ricercare un equilibrio fra costi e benefici secondo una visione più angusta di quella che opera in sistemi politici completi. Perciò, la pretesa di un «giusto ritorno» tende a farsi più forte che in altri sistemi. In effetti, il bilancio di una Comunità strettamente economica è a un tempo modesto nelle dimensioni e fortemente condizionato da istanze di tipo distributivo. Un'altra conseguenza è che il sostegno che un tale bilancio può offrire all'attività e alla stabilità macroeconomica è insignificante.

Da un punto di vista economico, se le preoccupazioni che stanno riemergendo sui temi della sicurezza in Europa dessero luogo a una maggiore assunzione di responsabilità della Comunità nel campo della sua propria difesa, la soluzione di alcuni di questi problemi economici verrebbe anch'essa considerevolmente facilitata.

Le analisi e le raccomandazioni del rapporto si collocano in una fase critica dello sviluppo storico della Comunità. Dalla creazione del Sistema monetario europeo nel 1979 l'evoluzione della Comunità europea ha seguito un «ordine del giorno» nel quale l'efficiente allocazione delle risorse

e il perseguimento della stabilità monetaria hanno rappresentato la massima priorità. Si tratta delle priorità che la più forte economia in Europa ha dato a se stessa e proposto per la Comunità. Il processo di disinflazione promosso dallo SME, l'allargamento del mercato a nuovi paesi membri, il programma di completo smantellamento delle barriere interne e il movimento verso una piena libertà di circolazione dei capitali sono altrettanti punti di questo «ordine del giorno». Nessuno di essi poteva essere dato per scontato dieci anni fa, quando la continuità dell'accesso a un mercato europeo aperto, che è il vasto campo nel quale possono essere raccolti i frutti di una sana gestione dell'economia, era in pericolo. Le due decisioni del 1985, confermate dai trattati di adesione e dall'Atto unico europeo, segnano l'accettazione finale di questo «ordine del giorno». Ora il pericolo viene dai disequilibri potenzialmente laceranti che possono insorgere fra diversi comparti della politica comunitaria. E' proprio il successo ottenuto nel convincere la Comunità che l'efficienza allocativa e la stabilità dei prezzi costituiscono un prius a rendere oggi necessaria una verifica della coerenza complessiva del disegno comunitario per gli anni a venire.

Il rapporto non tratta di questioni congiunturali, ma le questioni di cui tratta sono urgenti. Discute quasi soltanto problemi di natura «sistemica», e offre soluzioni che hanno un insopprimibile contenuto istituzionale. Ma queste soluzioni non possono essere rinviate; occorre metterle in opera già nella fase iniziale del periodo stabilito per il completamento del mercato interno.

Nel sottoporLe questo rapporto, desidero esprimereLe, Signor Presidente, il senso di profonda gratitudine per il privilegio che la Commissione ha offerto al nostro Gruppo di lavorare, con il Suo sostegno e in piena indipendenza, su importanti questioni di pubblico interesse.

Tommaso Padoa-Schioppa

Una strategia per l'evoluzione della Comunità europea

Al Gruppo è stato chiesto di valutare quali implicazioni derivino al sistema economico della Comunità da decisioni recentemente adottate, quali l'adozione del programma di unificazione del mercato interno e l'allargamento della Comunità a Spagna e Portogallo.

L'indagine porta alla conclusione che esistono legami molto importanti fra queste iniziative e altri aspetti strategici del sistema comunitario. I vincoli nascenti da questi legami debbono essere valutati anche nell'ambito di altre politiche comunitarie, se si vuole che il progetto di mercato interno abbia buone possibilità di successo e che l'integrazione economica e politica della Comunità proceda con la necessaria efficacia sia sotto l'aspetto politico sia sotto quello economico.

1. Quattro punti principali

L'argomentazione fondamentale può essere riassunta in quattro punti:

i) Il Libro bianco del 1985 sul mercato interno (1) ipotizza azioni decise per migliorare l'efficienza dell'allocazione delle risorse nella Comunità.

Il Gruppo condivide pienamente l'obiettivo finale e la data del suo raggiungimento, fissata al 1992. Ma il progetto è in ritardo.

Le parti più difficili non sono state ancora affrontate. Esistono alcuni aspetti del progetto per i quali sarà necessaria una certa flessibilità, onde consentire cambiamenti di metodi e di accenti.

ii) Il progetto di mercato interno crea ad un tempo la possibilità e la necessità di azioni complementari al fine di favorire la stabilità e la crescita economica della Comunità. Per quanto ri-

(1) L'espressione «Libro bianco» viene usata nel rapporto per brevità. Il titolo completo del documento è: *Il completamento del mercato interno: Libro bianco preparato dalla Commissione per il Consiglio (CEE - Commissione 1985a).*

guarda la *stabilità monetaria*, l'eliminazione dei controlli sui movimenti di capitali, congiunta all'esigenza della stabilità dei tassi di cambio, implica un cambiamento qualitativo del quadro in cui agisce la politica monetaria. Essa richiederà l'avvicinamento a una politica monetaria comune. In linea di principio la presenza contemporanea di mobilità dei capitali e di stabilità dei tassi di cambio non lascia spazio per politiche monetarie indipendenti. In queste condizioni, è opportuno considerare la possibilità di un rafforzamento dell'organizzazione per il coordinamento monetario ovvero di avanzamenti istituzionali in questo campo. I vantaggi che ne deriverebbero alla stabilizzazione possono giustificare questi cambiamenti.

iii) Il processo di liberalizzazione dei mercati può implicare seri rischi di aggravamento degli *squilibri regionali*, perché nel corso dell'integrazione dei mercati si svilupperanno processi economici differenti, alcuni dei quali convergenti, altri divergenti. In proposito, non sono giustificati né un dogmatico ottimismo, né un pessimismo fatalistico. Le possibilità di convergenza aumenteranno, ma saranno necessarie opportune misure di accompagnamento per accelerare l'aggiustamento nelle regioni e nei paesi strutturalmente deboli e per contrastare le forze che spingono in senso opposto. A questo stesso scopo saranno inoltre necessari la riforma e lo sviluppo dei fondi strutturali della Comunità, nonché altre modifiche del bilancio comunitario in materia di spesa agricola.

iv) Quanto alla *crescita*, il programma di completamento del mercato interno, se coronato da successo, dovrà determinare un sensibile aumento del tasso di sviluppo, in assenza del quale sono impensabili significativi miglioramenti. In mancanza di un più elevato tasso di crescita, non varrebbe infatti la pena di affrontare il costo politico dei negoziati e il progetto sarebbe destinato all'insuccesso. Un più efficiente funzionamento dei mercati non assicura necessariamente migliori risultati macroeconomici. Ciò tuttavia non deve essere inteso come un appello per un forte stimolo della domanda nel breve periodo. D'altro canto, qualche elemento almeno della strategia cooperativa di crescita della Comunità (*CEE - Commissione 1985b; 1986*) deve tradursi in realtà.

Questi quattro punti possono essere raggruppati secondo un ordine logico. In termini di stra-

tegia complessiva, la Comunità ha adottato negli ultimi anni un programma preciso, caratterizzato dalla ricerca di *i) mercati concorrenziali* e *ii) stabilità monetaria*. È cresciuto il consenso sulla fondamentale validità di queste scelte che assicurano, da un lato, l'efficiente allocazione delle risorse e, dall'altro, condizioni di sostenibilità delle politiche economiche. Questa «agenda» è tuttavia incompleta. Occorre aggiungervi due ulteriori elementi: *iii) una equa distribuzione* dei miglioramenti in termine di benessere economico e *iv) una effettiva crescita*. Nessuno di essi è a tutt'oggi assicurato in misura adeguata. In loro assenza, vi è il rischio che il sistema comunitario vacilli. Una strategia vincente richiederà quindi anche adeguati meccanismi per un riassetto strutturale a livello regionale e per evitare disuguaglianze distributive, nonché la disponibilità a sostenere la crescita mediante appropriate politiche economiche.

L'accordo su questi quattro punti complessivamente considerati dovrebbe, a giudizio del Gruppo, costituire la base del «contratto sociale» a lungo termine fra la Comunità e gli Stati Membri. L'essenziale interdipendenza fra queste caratteristiche dei sistemi economici integrati trova riscontro nella teoria economica (capitolo 3) ed è confortata dall'esperienza storica (capitolo 4).

Esponiamo ora le nostre conclusioni più dettagliatamente.

2. Valutazione dell'attuale sistema comunitario

I mercati di beni e servizi (capitolo 5). L'analisi economica e la ricerca empirica confermano i vantaggi economici derivanti dall'apertura dei mercati, soprattutto per i sei paesi fondatori della Comunità. Analogamente, grandi vantaggi potrebbero nuovamente derivare da un programma di piena integrazione del mercato interno nel gruppo allargato dei dodici paesi.

A partire pressappoco dal 1973, l'integrazione commerciale fra i sei membri originari si è quasi arrestata. Le nuove segmentazioni dei mercati hanno prevalso su nuove azioni di liberalizzazione e la crescita economica si è dimezzata. Questi eventi erano significativamente interrelati anche se altri fattori hanno contribuito in misura importante a rallentare la crescita. Fra le nuove barriere commerciali vanno menzionati gli elevati dazi doganali e i contingentamenti alla produ-

zione interna e ai flussi commerciali reintrodotti nei settori dell'agricoltura, dell'acciaio e dei prodotti tessili; l'aumento del numero dei programmi nazionali di sussidio discutibili; la permanenza di ostacoli all'affidamento di commesse governative a operatori non residenti, che coprono quasi un decimo dell'economia. I tentativi di armonizzare gli *standards* tecnici a livello comunitario sono stati sempre frustrati, fino a quando, nel 1984, l'applicazione del principio del riconoscimento reciproco delle normative nazionali ha dischiuso nuove prospettive.

L'aviazione civile resta un settore contraddistinto da scarsa concorrenza; in questo campo, caratterizzato da progressi finora molto limitati, sono auspicabili sostanziali avanzamenti tanto per ragioni commerciali quanto per sviluppare l'integrazione dell'Europa. Il comparto dei servizi finanziari è ancora fortemente protetto, soprattutto nel campo assicurativo e, in alcuni paesi, anche in quello bancario.

L'introduzione generalizzata dell'imposta sul valore aggiunto è stata una importante riforma fiscale che ha favorito una equilibrata allocazione delle risorse. Tuttavia, restano ancora da armonizzare i regimi fiscali.

I mercati del lavoro (capitolo 6). La mobilità del fattore lavoro è assicurata (o lo sarà entro pochi anni per i nuovi membri) sul piano giuridico, ma molto resta da fare per creare mercati veramente aperti e concorrenziali per molte professioni. La Comunità, d'altro canto, dovrebbe procedere con cautela in materia di mercato del lavoro o di armonizzazione della sicurezza sociale, per lasciare spazio a sperimentazioni politiche e ad aggiustamenti a livello nazionale.

I mercati dei capitali (capitolo 7). Significativi progressi, anche se diversi da paese a paese, sono in atto nella liberalizzazione dei mercati dei capitali. L'abolizione dei controlli sui movimenti di capitale accresce l'esigenza di misure di accompagnamento in tema di armonizzazione degli assetti normativi e dei regimi di imposizione dei redditi da capitale. Essa, inoltre, è destinata a influire profondamente sulle politiche monetarie e del cambio, come si dirà più avanti.

La politica macroeconomica (capitolo 8). Il Sistema monetario europeo ha dato notevole impulso alla convergenza verso la stabilità monetaria. Tuttavia, non c'è motivo per compiacersi

dello *status quo*. E' necessario porre rimedio alla fragilità istituzionale del Sistema, soprattutto alla luce dell'apertura dei mercati dei capitali. Inoltre, il coordinamento delle politiche di bilancio e delle altre politiche, previsto nel quadro della Decisione sulla Convergenza del 1974, si è dimostrato inefficace.

Il bilancio della Comunità (capitolo 9). Le scelte operate in materia di interventi di spesa sono state in linea di principio appropriate (politica agricola, regionale, di riqualificazione professionale, politica industriale e di aiuto). Ma il mancato controllo della spesa agricola, oltre essere in sé molto costoso, ha implicato il sostanziale svuotamento di altre politiche comunitarie (in particolare di quelle mirate a obiettivi troppo specifici per essere significativi), causando altresì attriti in relazione ai costi finanziari e alla politica commerciale.

3. Per uno sviluppo equilibrato del sistema comunitario

Ripensare il sistema (capitolo 10). Questa rassegna del sistema comunitario attuale ancora pone in luce un quadro contrastante di successi e fallimenti, di rinnovamento e di immobilità. Gli sviluppi più promettenti, lo SME e il progetto di mercato interno, non si sono finora sostanziate in una strategia equilibrata per l'evoluzione del sistema comunitario. Si sono registrate infatti non poche incongruenze. Nel perseguimento di un approccio sistematico, anziché caso per caso, il Gruppo opera una distinzione fra le funzioni allocative, di stabilizzazione macroeconomica e distributiva dell'intervento pubblico. Per ciò che concerne la funzione allocativa, il Gruppo ritiene che il progetto di mercato interno debba essere integrato con iniziative nei campi della stabilizzazione e della redistribuzione. Tale equilibrio è necessario non tanto per ampliare le competenze della Comunità, quanto per assicurare il successo del programma allocativo.

Il Mercato interno come strategia per una efficiente allocazione delle risorse (capitolo 11).

Con 300 o più interventi legislativi considerati necessari per completare il mercato interno entro il 1992, è importante che la Comunità intensifichi

la ricerca di metodi e procedure che agevolino al massimo il recepimento della legislazione comunitaria negli Stati Membri, ridimensionando così anche quelli di inosservanza delle norme. In questo contesto, il Gruppo appoggia vivamente l'introduzione del principio del riconoscimento reciproco delle normative, al fine di ridurre i costi dell'armonizzazione; ritiene inoltre che questo principio possa essere ulteriormente esteso, considerando con ancor maggiore favore la «concorrenza fra norme». E' questo uno dei punti in cui il Gruppo è favorevole a misure concrete di decentramento, anche per bilanciare politicamente l'accentramento dei poteri contemplato nel Libro bianco. Tendenze recenti indicano che si stanno profilando sempre più gravi problemi di inosservanza della legge comunitaria; ciò richiede riforme «sistemiche» volte a un maggiore decentramento delle politiche comunitarie.

Una efficace politica della concorrenza e limitazioni a talune sovvenzioni statali diventeranno più rilevanti per la Comunità con il completamento del mercato interno. Assume maggiore importanza la competenza della Comunità a vigilare sulle fusioni fra imprese. I principali benefici economici connessi con l'apertura dei mercati dipendono dalla fiducia del settore privato nella solidità della disciplina comunitaria in materia di sovvenzioni statali, che influiscono fortemente sulle condizioni della concorrenza; senza questa fiducia, le imprese esiteranno ad adottare strategie di mercato di respiro comunitario. Tuttavia, anche in questo settore si dovrebbero prendere in considerazione misure di decentramento, per esempio elevando la soglia dimensionale al di sotto della quale i programmi nazionali di sovvenzione siano esclusi dalla vigilanza della Comunità o vi siano assoggettati solo in parte. Dovrebbe essere altresì favorita, in materia di politica della concorrenza in seno alla CEE, la possibilità di adire il giudice nazionale, riducendo così le strozzature che in questa materia si determinano nell'ambito delle istituzioni comunitarie.

Gli accordi e le politiche di collaborazione industriale non sempre rappresentano un pericolo per la politica concorrenziale; ciò si verifica nel caso in cui società di paesi terzi minaccino di acquisire posizioni di monopolio od oligopolio a livello mondiale. All'interno della Comunità potrà essere possibile solo rimuovere alcune limitazioni (come nel caso delle commesse pubbliche), ri-

strutturando le imprese mediante concentrazioni plurinazionali. In alcuni casi, ciò potrebbe essere facilitato dalla privatizzazione delle società produttrici di beni destinati al mercato internazionale.

Viene suggerita una nuova impostazione del problema dell'armonizzazione in materia di imposta sulle società, allo scopo di eliminare le distorsioni fiscali per le imprese e i capitali.

La mobilità dei capitali, lo SME e la funzione di stabilizzazione (capitolo 12). La liberalizzazione dei mercati dei capitali modificherà in modo radicale il quadro della politica monetaria in un sistema di cambi fissi (o quasi fissi) come lo SME. Le politiche monetarie nazionali dovranno essere molto più convergenti, il che solleva questioni cruciali circa il modo di organizzare o istituzionalizzare tale coordinamento.

Con la piena mobilità dei capitali, gli attuali meccanismi dello SME e l'attuale insufficiente grado di coordinamento delle politiche monetarie non basteranno più a favorire la stabilità dei prezzi e ad assicurare relazioni commerciali ordinate nella Comunità. Modifiche istituzionali del regime di cambio nella direzione di una maggiore flessibilità dei tassi di cambio rappresenterebbero una risposta impropria e potenzialmente pericolosa ai problemi posti dalla mobilità dei capitali. La strada da seguire, se si vuole preservare lo SME, è invece quella di rinsaldare i meccanismi dello SME e il coordinamento monetario.

Il Gruppo ha individuato le caratteristiche di una «seconda fase» dello SME in grado di conciliare la mobilità dei capitali con un elevato grado di stabilità dei tassi di cambio lungo le seguenti linee:

- i) un maggiore coordinamento e una gestione congiunta della politica monetaria;
- ii) più forti meccanismi dello SME per contrastare movimenti speculativi di capitali;
- iii) un nuovo modello per le clausole di salvaguardia, che assicuri un più efficace controllo della Comunità su ogni eccezione alla piena mobilità dei capitali;
- iv) una partecipazione organica della Comunità alla cooperazione monetaria internazionale.

Questi sviluppi richiedono una riconsiderazione del ruolo degli organi comunitari competenti (Comitato monetario e Comitato dei Gover-

natori) e una estensione del ruolo dell'ECU, con collegamenti fra il mercato privato e quello ufficiale oggi separati.

La «seconda fase» non equivarrebbe a una unione monetaria. In realtà il Gruppo non auspica un processo affrettato verso un obiettivo siffatto, pur nella consapevolezza che questo presenta diverse caratteristiche di *first best* economico. Affinché l'unione monetaria possa essere proposta senza troppi rischi occorre che si modifichino ancor più gli atteggiamenti degli operatori privati (datori di lavoro e sindacati) e della politica economica.

Col procedere dell'integrazione monetaria, anche i bilanci pubblici nazionali dovranno essere sottoposti a più stringenti discipline comuni. Tuttavia, il modello decentrato che si osserva nelle federazioni mature, dove il mercato dei capitali esercita un'azione di contenimento dei finanziamenti al settore statale, è più plausibile, nel lungo termine, delle misure di ripartizione dei poteri che sono state talvolta prese in considerazione.

Il bilancio della Comunità e la funzione di redistribuzione (capitolo 13). Così come la liberalizzazione del mercato dei capitali influirà drasticamente sulle modalità operative della politica monetaria nello SME, nell'economia «reale», una triplice sfida accrescerà l'esigenza di un'adeguata politica regionale comunitaria. Questa triplice sfida consiste nel progetto di mercato interno, nell'ampliamento della Comunità con l'inclusione di economie più differenziate, e nelle nuove tendenze delle tecnologie industriali. Qualsiasi facile generalizzazione della convinzione sul benefico operare di una «mano invisibile» nel concreto mondo di una economia regionale caratterizzata da misure di apertura del mercato sarebbe ingiustificata alla luce della storia e della teoria economica. Inoltre, le attuali tendenze che nella struttura industriale vedono prevalere le industrie ad alta tecnologia fanno prevedere, nel complesso, un aggravamento dei problemi delle regioni arretrate e periferiche, e talvolta delle regioni di antica industrializzazione, oggi in declino.

L'Atto unico europeo, all'articolo 130, A-E, suggerisce in maniera appropriata l'idea generale di come la Comunità debba assicurare la propria «coesione economica e sociale». I fondi strutturali del bilancio comunitario rappresentano solo uno dei possibili strumenti per il perseguimento di questo obiettivo. Una importanza cruciale va

parimenti attribuita ad assicurare la coerenza delle politiche macro e microeconomiche con la strategia dell'apertura del mercato comunitario. Importanti sono anche le politiche comunitarie in materia di sovvenzioni statali, di stimolo al settore ricerca e sviluppo nell'industria e di gestione dei regimi di contingentamento dei prodotti industriali e agricoli: tutte queste politiche dovrebbero prestare la dovuta attenzione alla dimensione regionale dei problemi.

Per quanto riguarda i fondi strutturali, il Gruppo è favorevole a un aumento sostanziale della loro dimensione e alla proposta di concentrarne la destinazione su due tipi di problemi regionali: *i*) quelli riguardanti le regioni meno favorite e spesso periferiche e *ii*) quelli relativi alle regioni di antica industrializzazione in declino. I fondi strutturali dovrebbero fornire a questi gruppi di regioni incentivi per costituire o ripristinare alti livelli di dotazione di capitale reale e umano, tali da poter sostenere una più rapida crescita della produzione e dell'occupazione. Si auspica un'affermazione crescente della pratica del finanziamento di programmi specifici, da gestirsi in maniera ampiamente decentrata. Qualora i trasferimenti di bilancio verso i paesi membri a basso reddito diventassero cospicui in rapporto alle principali grandezze macroeconomiche, essi dovrebbero essere affiancati da accordi fra la Comunità e il paese interessato concernenti la strategia di politica macroeconomica del paese stesso nel medio periodo.

Il bilancio agricolo è diventato sempre più uno strumento di redistribuzione del reddito, rispetto al suo ruolo originario di stabilizzatore dei prezzi e dei redditi, lungo linee coerenti con una efficiente allocazione delle risorse. Questa inversione dei ruoli, dagli aspetti allocativi a quelli distributivi, appare del tutto impropria per la Comunità. Le funzioni di salvaguardia dei redditi sono assolve meglio a livello di governo nazionale. Ciò implicherebbe il ristabilimento di una corretta politica di allocazione delle risorse agricole a livello comunitario e una maggiore integrazione della funzione distributiva fra i sistemi nazionali di garanzia dei redditi, nel rispetto di condizioni controllate dalla Comunità, che separino tali misure di sostegno del reddito dagli aiuti alla produzione. Corrispondentemente, dovrebbero prodursi cambiamenti nei meccanismi e nel controllo della politica agricola.

Per il finanziamento del bilancio comunitario, è importante mantenere il principio istituzionale delle «risorse proprie». Dal punto di vista distributivo, le principali voci di entrata, al di là dei dazi doganali e dei contributi agricoli, dovrebbero essere neutrali o progressive rispetto al reddito nazionale. Unitamente ad altre riforme proposte per il bilancio della Comunità, dovrebbe esservi un ricorso molto limitato a meccanismi *ad hoc* di copertura, la cui negoziazione è stata in passato politicamente molto costosa. Tuttavia, il Gruppo prevede una «clausola di salvaguardia» mirante a risolvere in modo sistematico e permanente i problemi degli squilibri di bilancio. Di conseguenza, i negoziati sulle politiche «allocative» dovrebbero concentrarsi più su obiettivi di efficienza che su questioni «distributive».

Condizioni di crescita economica (capitolo 14). E' necessario sottolineare l'esigenza di attuare in seno alla Comunità strategie micro e macroeconomiche coerenti. Il progetto di mercato interno può arrecare preziosi benefici in termini di crescita economica; anzi, non potrà assicurare reali vantaggi se non in questo modo. La politica economica deve essere orientata proprio verso il conseguimento di un più elevato tasso di espansione del prodotto. Questo è stato recentemente di circa il 2,5 per cento annuo, mentre la strategia comune di crescita della Comunità prevede un tasso del 3,5 per cento fino all'inizio del decennio prossimo. Con una incisiva attuazione del progetto di mercato interno, il tasso di espansione potrebbe aumentare ancora, portandosi al 4 per cento per un certo numero di anni (negli anni sessanta, il tasso medio di crescita della Comunità è stato del 4,8 per cento). Un impulso sostenuto sia dal lato dell'offerta sia da quello della domanda è necessario per far sì che si realizzi un'accelerazione della crescita. In questo modo verrebbero rese inoperanti molte delle tendenze protezionistiche che ostacolano l'accordo sul progetto di mercato interno. Ove ciò non si verificasse, il progetto nel suo complesso perderebbe di significato.

4. Problemi istituzionali

Infine, richiamiamo alcune conclusioni del rapporto che riguardano questioni istituzionali. A tale riguardo, tre problematiche sembrano riassumere le condizioni necessarie per una evoluzione rapida del sistema comunitario:

Maggiore selettività nelle responsabilità comunitarie. Il Gruppo ritiene che l'efficacia dell'azione comunitaria sia messa a repentaglio da una gamma eccessivamente vasta di interventi. Vi sono alcuni principi che possono orientare la scelta dei compiti prioritari per la Comunità. Essi sono il principio di sussidiarietà (la Comunità fa soltanto quello che può far meglio dei singoli stati) e quello della rilevanza degli effetti di determinate politiche nazionali da un paese all'altro. Vi sono alcuni settori prioritari in cui i poteri o le istituzioni della Comunità debbono essere rafforzati o riformati. Essi sono quelli della politica monetaria, della politica regionale e delle politiche destinate a rafforzare la competitività dell'impresa europea. Ve ne sono altri in cui il ruolo della Comunità, almeno per ciò che concerne l'armonizzazione delle legislazioni, potrebbe essere ridotto: per esempio nel campo della sicurezza sociale e del mercato del lavoro.

Un'applicazione più decentrata delle politiche comunitarie. Nell'ambito delle sue principali sfere di responsabilità, la Comunità dovrebbe preferire tecniche di *policy-making* che consentano un'applicazione decentrata per quanto attiene ai dettagli. La Comunità deve confermare il suo recente allontanamento da una concezione totalizzante del concetto di armonizzazione, secondo cui le competenze comunitarie dovrebbero sostituirsi a quelle nazionali e orientarsi invece verso un modello pluralistico, pragmatico e federalistico in cui le politiche e le legislazioni nazionali siano iscritte nel quadro di più ampie regole comunitarie. Ciò significherebbe, in termini generali, un maggiore ricorso a competenze «condivise» fra livello nazionale e livello comunitario, e un ricorso minore al semplice trasferimento delle competenze stesse dal livello nazionale a quello comunitario. Alcuni esempi dei meccanismi che potrebbero agire in queste direzioni sono:

i) l'uso più ampio possibile del principio del riconoscimento reciproco nel campo dell'armonizzazione;

ii) i criteri di finanziamento di programmi, piuttosto che di singoli progetti, nella gestione dei fondi strutturali;

iii) l'innalzamento delle soglie di sovvenzione pubblica a partire dalle quali si applica la giurisdizione comunitaria in materia di aiuti;

iv) un maggiore spazio assegnato alle misure nazionali in materia di difesa dei redditi nel settore agricolo;

v) responsabilità esecutive per le politiche comunitarie condivise, in alcuni casi, dai comitati della Commissione e degli Stati Membri;

vi) il massimo decentramento degli organismi preposti alla fissazione delle aliquote delle imposte indirette nel quadro dell'abolizione delle barriere fiscali;

vii) una revisione delle strategie per affrontare il problema sempre più serio della inottemperanza alle norme comunitarie.

Maggiori poteri istituzionali in alcuni comparti prioritari. In un quadro di interventi più selettivi e decentrati, diventa politicamente più realistico aumentare i poteri istituzionali della Comunità in alcuni settori fondamentali. Per quanto riguarda i problemi monetari, ad esempio, è necessario muovere verso un sistema di banca centrale europeo, con un coordinamento delle politiche e con responsabilità esecutive notevolmente superiori. Nel campo della politica della concorrenza oc-

corre rafforzare la capacità di controllare le trasgressioni più gravi. Quanto al bilancio comunitario, dovrebbero essere introdotte riforme per un più efficace controllo della spesa agricola, per esempio attraverso meccanismi di revisione automatica degli impegni di intervento in caso di spese eccedenti le previsioni di bilancio. Per ciò che riguarda i fondi strutturali, la Commissione dovrebbe avere maggiori possibilità di approvare o rifiutare il cofinanziamento di programmi, sulla base di criteri di controllo della qualità e, in certi casi, di valutazioni macroeconomiche.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

CEE - Commissione

1985a *Il completamento del mercato interno. Libro bianco della Commissione per il Consiglio europeo*, Bruxelles, COM (85) 310.

1985b *Relazione economica annuale 1985-1986*, in «Economia Europea», n. 26.

1986 *Relazione economica annuale 1986-1987*, in «Economia Europea», n. 30.

**Comitato per lo studio dei problemi concernenti
l'oggetto sociale, le attività connesse e la partecipazione in altre imprese
delle compagnie di assicurazione: Documento conclusivo (*)**

1. Già l'art. 130 del r.d. 4 gennaio 1925, n. 63, recante il regolamento per l'esecuzione del testo unico sulle assicurazioni private, vietava alle imprese di assicurazione, di riassicurazione, di capitalizzazione e di risparmio «di fare operazioni estranee all'esercizio delle dette industrie».

Il divieto trova riscontro, peraltro sotto il profilo della limitazione dell'oggetto sociale all'esercizio delle attività assicurative e riassicurative e delle operazioni connesse a tali attività, con esclusione di qualsiasi altra attività commerciale, nell'art. 5, secondo comma, della legge 10 giugno 1978, n. 295 sull'assicurazione danni e nell'art. 4, secondo comma, della legge 22 ottobre 1986, n. 742. Tali articoli riprendono le corrispondenti disposizioni delle direttive comunitarie (rispettivamente, art. 8, paragrafo 1, lett. b) della direttiva danni e art. 8, paragrafo 1, lett. b) della direttiva vita) con la sola variante della sostituzione della espressione «operazioni connesse» a quella «operazioni che direttamente ne derivano» usata nelle direttive.

Le due espressioni sostanzialmente si equivalgono, anche se quella delle leggi italiane potrebbe apparire più ampia giacché il concetto di connessione ha una portata e una estensione maggiore di quella di derivazione. La *ratio* della norma è comunque quella di evitare ogni possibile pregiudizio che potrebbe derivare agli assicurati e ai danneggiati dalla utilizzazione del patrimonio dell'impresa in attività diverse da quella assicurativa e che non si trovino in un rapporto di connessione con l'esercizio di questa.

2. Il primo problema che si pone per la interpretazione dei citati articoli delle leggi italiane è costituito dalla determinazione del significato dell'espressione «operazioni connesse».

Un ausilio può venire dalla scienza economica, secondo la quale vi sono attività produttive

che presentano costi «connessi», cioè costi comuni ai processi produttivi di più beni. Altre attività «connesse» secondo la scienza economica si ravvisano nella produzione di beni (o servizi) richiesti dal mercato in connessione con altri. Nella moderna organizzazione dei mercati finanziari si tratta di casi frequenti, che danno origine ai cosiddetti «conglomerati finanziari».

Attenendoci a criteri più strettamente giuridici e tenendo conto della *ratio* della norma e della necessità che l'impresa di assicurazione possa svolgere le operazioni che sono necessarie per l'esercizio dell'attività assicurativa, vi è unanimità di consensi nel ritenere che sono operazioni connesse quelle che sono elemento strumentale dell'attività assicurativa: l'attività diversa da quella assicurativa deve essere un mezzo per esercitare l'attività istituzionale dell'impresa di assicurazione, un mezzo cioè per esercitare attività assicurativa.

Peraltro, per accertare se vi sia un rapporto di accessorietà, sorgono difficoltà quando si tratti di attività, quali in particolare quella parabancaria e similari, che, pur non avendo carattere strumentale rispetto all'attività assicurativa, rientrano con quest'ultima nel settore finanziario.

Le precedenti considerazioni portano all'altro problema se l'esclusività dell'oggetto sociale importi soltanto il divieto di esercitare direttamente attività diverse da quella assicurativa a questa non connesse o se il divieto operi anche per le partecipazioni di controllo in società che svolgano tali attività. Infatti, mentre è fuori di dubbio che anche attività finanziarie, non finalizzate all'investimento del patrimonio, non possano essere esercitate direttamente dall'impresa di assicurazione, taluni ritengono che l'assunzione di partecipa-

(*) Il Comitato, costituito con DM del 4 maggio 1987, era all'epoca presieduto dal Ministro dell'Industria Dott. Franco Piga.

zioni di controllo non costituirebbe violazione dell'esclusività dell'oggetto sociale quando non si concretizzi in un'attività di gestione. Inoltre, potendo tali attività essere effettuate solo con il patrimonio libero dell'impresa (giacché le riserve debbono essere investite nelle attività previste dalla legge), non vi sarebbe neppure alcun rischio per la solvibilità dell'impresa stessa, dato che la responsabilità di questa sarebbe limitata alla partecipazione e non involge il restante suo patrimonio. L'unico limite sarebbe costituito dall'art. 2361 cod. civ., che vieta l'assunzione di partecipazioni che, per la misura e per l'oggetto, portino a una modificazione sostanziale dell'oggetto sociale della partecipante.

Altri ritengono invece che l'assunzione di una partecipazione di controllo comporti di per sé stessa esercizio indiretto dell'attività della società controllata e che, pertanto, possa porsi in contrasto con il principio dell'esclusività dell'oggetto sociale quando non riguardi attività meramente strumentali. Il ritenere applicabile l'art. 2361 cod. civ. avrebbe, del resto, come implicito postulato che l'attività diversa da quella assicurativa possa essere svolta anche indirettamente attraverso l'assunzione di partecipazioni. Se ciò è, il limite della assunzione non potrebbe essere rinvenuto nell'art. 2361 cod. civ., che è norma generale, ma nell'art. 5 della legge danni e nell'art. 4 della legge vita, che costituiscono la norma speciale del settore delle assicurazioni private. Una riprova, del resto, si avrebbe nella costante osservanza, da parte degli amministratori delle società di assicurazione, della norma dell'art. 2429 bis cod. civ., che, nella relazione all'assemblea, prescrive la illustrazione dell'attività che la società ha svolto anche attraverso *società controllate*.

3. La derivazione comunitaria delle norme contenute nei citati articoli della legge italiana richiede che, ai fini di una più puntuale interpretazione, si accerti come le disposizioni della Comunità siano state recepite negli ordinamenti dei vari paesi e quale sia l'applicazione che ne è fatta.

Da una indagine svolta al riguardo e da informazioni fornite dai servizi della CEE è risultato che tutte le leggi nazionali dei paesi della Comunità hanno recepito le disposizioni delle direttive danni e vita sull'esclusività dell'oggetto sociale delle imprese di assicurazione. Peraltro, limitandosi ai rapporti assicurazioni banche i servizi

della Comunità hanno accertato che autorità di controllo del settore delle assicurazioni non ostacolano la acquisizione di partecipazioni di maggioranza in istituti di credito, tranne che nel caso in cui l'investimento sia rischioso o possa portare squilibri finanziari alla società di assicurazione controllante. Limiti alle partecipazioni di imprese assicurative in banche vengono posti in alcuni paesi dall'autorità di controllo bancaria o sono soggetti alla preventiva autorizzazione di questa. In questi Paesi non vi è cioè una esclusione di principio all'acquisto di banche da parte di imprese di assicurazione, ma vi è una valutazione rimessa all'autorità di controllo bancaria o in applicazione di norme della legislazione bancaria o a seguito dell'esame della singola fattispecie.

In sede comunitaria problema che più preoccupa la Commissione e talune autorità di controllo è quello di una disciplina coerente delle banche, delle assicurazioni e degli intermediari mobiliari al fine di definire regole comuni ed evitare la disparità di trattamento tra imprese aventi sede legale in territorio diverso ma operanti nell'area comunitaria.

Inoltre, in alcuni Paesi della Comunità agli organi di vigilanza nel settore delle assicurazioni sono attribuiti poteri di controllo, anche discrezionale, che consentono interventi atti ad evitare investimenti che l'autorità stessa ritenga rischiosi o pregiudizievoli.

4. L'orientamento prevalente in sede comunitaria induce a una applicazione delle norme della legge italiana tale da non comprimere lo spettro delle attività riconosciute agli enti assicurativi nazionali rispetto a quello degli altri paesi CEE.

Naturalmente, la diversa natura dei rischi e la possibilità di un conflitto di interesse tra enti bancari e assicurativi inducono a considerare con favore la necessità di un adeguato grado di autonomia tra la gestione dell'impresa di assicurazione controllante e dell'istituto di credito controllato e l'attuazione di un controllo di stabilità in rapporto alle rispettive dimensioni.

La assunzione di partecipazioni in imprese bancarie dovrebbe inoltre essere effettuata soltanto con risorse tratte dal patrimonio libero delle imprese di assicurazione, ferme restando le norme vigenti per quanto riguarda le attività a copertura delle riserve tecniche.

Dal punto di vista dell'ordinamento creditizio, l'assunzione di partecipazioni di controllo in banche da parte di compagnie assicurative non pone problemi di principio, considerata la comune matrice finanziaria. In analogia a quanto avviene per la partecipazione di imprese non finanziarie nelle banche tale assunzione potrà tuttavia non essere consentita quando la compagnia assicurativa interessata avesse importanti collegamenti con gruppi non finanziari. In tal caso potrebbe infatti venir meno la condizione di separatezza tra banca e industria, che il Comitato del credito ha recentemente riaffermato in via generale.

5. Da quanto sopra detto emerge la necessità:

- a) di conferire all'organo di vigilanza sulle assicurazioni adeguati poteri di intervento in materia di assunzione di partecipazioni al fine di evitare che queste, spinte oltre certe soglie, possano squilibrare, anche in prosieguo di tempo, la struttura degli impieghi;
- b) di realizzare un adeguato coordinamento tra gli organi di vigilanza preposti ai tre settori di raccolta del risparmio in modo da assicurare una migliore tutela dell'interesse generale in una visione unitaria di tutto il mercato.

Interventi

L'oro nel sistema finanziario internazionale

*Intervento del dr. Lamberto Dini, Direttore Generale della Banca d'Italia,
alla Conferenza mondiale sull'oro*

Venezia, 22 giugno 1987

E' un piacere e un privilegio per me avere l'occasione di intervenire a questa World Gold Conference. Dopo alcuni anni in cui l'oro sembrava essere uscito di scena, negli ultimi tempi si è riacceso l'interesse nei suoi confronti. L'incertezza sull'ordine economico mondiale, derivante dalla crisi debitoria di molti paesi in via di sviluppo, dagli enormi squilibri dei pagamenti tra i principali paesi industriali e dalla persistente debolezza del dollaro, si è combinata con i timori di un riaccendersi dell'inflazione; ne è risultato, nella prima parte di quest'anno, un aumento del prezzo del metallo di circa il 15 per cento, che ha così superato i 450 dollari per oncia.

Vi sono perciò buoni motivi per una disamina della funzione e delle prospettive dell'oro nel sistema finanziario internazionale; essa può essere condotta dal punto di vista sia degli investitori privati, sia delle banche centrali. Mi è stato chiesto di pormi in questa seconda ottica, e di esaminare il ruolo monetario del metallo giallo. Sebbene lo *stock* di oro ufficiale non sia praticamente aumentato negli ultimi anni, esso ammonta tuttora a 1.150 milioni di once, pari a circa il 40 per cento di tutto lo *stock* aureo mondiale.

Comincerò illustrando brevemente il ruolo dell'oro nel sistema monetario internazionale; esaminerò poi le sue prospettive, nel quadro di un sistema di riserve multivalutario.

1. La storia monetaria dell'oro è ricca di eventi, di uscite di scena, di inattesi ritorni. Sebbene

l'oro rappresenti uno dei più antichi mezzi di scambio e di conservazione del valore, un vero e proprio sistema monetario su di esso imperniato («*gold standard*») è emerso solo alla fine del secolo scorso. Esso è durato fino alla prima guerra mondiale e ha avuto un breve ritorno negli anni venti. Dopo la seconda guerra mondiale, l'oro è stato di nuovo posto a fondamento dell'ordine monetario internazionale. Tuttavia, gli accordi su cui si basava quell'ordine non dovevano durare a lungo. Dopo oltre un decennio di stabilità cominciarono a manifestarsi tensioni e l'oro uscì dalla scena monetaria internazionale nell'agosto del 1971.

Da un esame delle alterne vicende storiche dell'oro, gli svantaggi sembrano superare i benefici che esso ha arrecato al sistema monetario internazionale. Le sue presunte prerogative di aggiustamento automatico non sono state in realtà mai tanto importanti quanto lo è il coordinamento delle politiche economiche. Inoltre, la sua caratteristica fondamentale — un'offerta limitata — ha spesso impedito di assecondare l'espansione del commercio mondiale e lo sviluppo economico in un contesto di prezzi stabili.

All'epoca del *gold standard*, le singole valute nazionali erano espresse in quantità fisse di oro. Le autorità monetarie competenti, banche centrali o Tesoro, si impegnavano a comprare e a vendere il metallo al prezzo ufficiale in contropartita di moneta nazionale; monete auree venivano liberamente coniate e rappresentavano una parte considerevole del circolante; il metallo poteva essere

importato ed esportato liberamente. Queste condizioni implicavano, a loro volta, l'esistenza di tassi di cambio pressoché fissi tra le valute dei paesi partecipanti al *gold standard*.

In un siffatto sistema, il teorizzato aggiustamento automatico presupponeva che i prezzi e i salari fossero perfettamente flessibili. In tale ipotesi, infatti, i flussi monetari connessi con il regolamento internazionale degli squilibri provocavano un adeguamento rapido dei prezzi, ripristinando così condizioni di costo e di prezzo competitive, senza influire sulla produzione e sull'occupazione. In realtà, la politica del tasso di sconto svolgeva un compito cruciale nel meccanismo di aggiustamento del *gold standard*; tempestive variazioni dei tassi di interesse interni determinavano al tempo stesso movimenti di capitale compensativi dai paesi in avanzo a quelli in disavanzo e riducevano la misura dell'adeguamento di prezzi e costi. L'armonizzazione delle politiche monetarie e creditizie nazionali si basava non tanto su azioni correttive intraprese a posteriori, che implicavano una elevata flessibilità dei prezzi e dei salari in entrambi i sensi, quanto sul mantenimento ex-ante di politiche monetarie che evitassero l'insorgere di forti disparità di costo. L'evidenza empirica mostra che mutamenti nella composizione della massa monetaria durante il periodo del *gold standard* (vale a dire una sensibile crescita della moneta cartacea a fronte di una rapida diminuzione dell'oro e dell'argento in circolazione) hanno contribuito ad attenuare le oscillazioni della massa monetaria che si sarebbero altrimenti registrate in seguito a variazioni nell'offerta di oro.

Il finanziamento della prima guerra mondiale e del successivo sforzo di ricostruzione ha provocato un aumento delle passività delle banche centrali e dell'inflazione, mentre la produzione di oro ha mostrato una tendenza al ribasso. L'offerta di moneta è così aumentata in rapporto agli *stocks* aurei ufficiali e la convertibilità è stata sospesa in quasi tutti i paesi.

Negli anni venti furono compiuti sforzi per ripristinare un sistema finanziario efficiente, dopo gli sconvolgimenti prodotti dalla guerra. Le banche centrali, al fine di economizzare l'impiego dell'oro, affiancarono alle riserve auree alcune valute convertibili, principalmente dollari e sterline; il loro obiettivo era quello di istituire un ordine

monetario che unisse il meccanismo di aggiustamento basato sui cambi fissi, in linea con il tradizionale *gold standard*, all'esistenza di margini di discrezionalità nella condotta della politica monetaria, allentando così il vincolo fisico imposto dall'offerta d'oro sul totale dei mezzi di pagamento.

Il ritorno alle parità auree nel periodo tra le due guerre rispondeva in molti casi a esigenze di prestigio, che non tenevano conto delle evidenti rigidità verso il basso dei prezzi e dei costi. Nel Regno Unito, il ritorno, nel 1925, alla parità prebellica fu considerato condizione necessaria affinché Londra riconquistasse un ruolo centrale nel sistema finanziario e commerciale internazionale. Altri paesi tuttavia, come ad esempio la Francia, fissarono una parità ben al di sotto di quella prebellica. L'adozione di parità auree arbitrarie provocò numerose tensioni per le economie e per l'assetto dei pagamenti internazionali.

Al di là di queste considerazioni, il sistema presentava una tendenza intrinseca alla deflazione. In effetti, la produzione di oro risultò inferiore al livello necessario a garantire la creazione di mezzi monetari in misura sufficiente a consentire una adeguata crescita economica in un contesto di stabilità dei prezzi. Nel corso degli anni trenta, nel tentativo di proteggere l'occupazione, di mantenere un livello minimo di produzione e di limitare l'uso del metallo come mezzo di regolamento internazionale, numerosi paesi operarono svalutazioni competitive, introdussero misure protezionistiche, cambi multipli e sistemi di regolamento preferenziali.

Con il sistema di Bretton Woods non sembrò necessario apportare radicali innovazioni al sistema di riserva misto, basato sull'oro e sulle valute convertibili, che aveva caratterizzato il periodo tra le due guerre. Si riteneva infatti che le difficoltà del *gold-exchange standard* potessero essere superate attraverso un'adeguata cooperazione tra i principali paesi, in particolare tra quelli che erano centri di riserva. Il paese *leader*, gli USA, si impegnò a garantire la convertibilità aurea della propria moneta; gli altri a mantenere i propri tassi di cambio all'interno di una banda ristretta di fluttuazione (± 1 per cento) nei confronti del dollaro. Al Fondo monetario internazionale fu affidato il compito di assicurare la funzionalità del sistema e il rispetto degli obblighi di cambio formalmente assunti.

Nei primi anni del dopoguerra il sistema si dimostrò stabile poiché tale era la politica economica americana. Inoltre, l'inconvertibilità della maggior parte delle valute limitava le opportunità per i movimenti di capitale. Il sistema presentava tuttavia debolezze intrinseche, lucidamente messe in evidenza da Triffin già verso la fine degli anni cinquanta. Partendo dalla constatazione che la produzione d'oro non si manteneva allineata con l'espansione del commercio mondiale, Triffin giungeva alla conclusione che il sistema avrebbe necessariamente portato o ad una eccessiva restrizione per mancanza di riserve, qualora gli Stati Uniti avessero mantenuto la convertibilità del dollaro tenendo le passività ufficiali in linea con le riserve auree, o ad una crisi di fiducia nella valuta americana cui avrebbe fatto seguito la sospensione della convertibilità, nel caso in cui gli Stati Uniti avessero permesso alle passività ufficiali di assecondare nella crescita il commercio e la domanda mondiale di riserve.

I primi segni di tensione si manifestarono con il ritorno alla convertibilità delle principali valute, nel 1958. Il persistente disavanzo della bilancia dei pagamenti americana all'inizio degli anni sessanta fece sì che le passività ufficiali degli Stati Uniti crescessero in misura eccessiva rispetto alle loro riserve auree, scese nel frattempo a meno della metà dello *stock* aureo ufficiale complessivo (tav. 1). I timori di una svalutazione del dollaro provocarono acquisti speculativi del metallo. Per allentare la pressione gli USA introdussero il divieto per i residenti di acquistare o detenere oro all'estero (divieto che è rimasto operante fino al 1975), mentre le banche centrali dei principali paesi industriali conclusero un accordo informale con cui si impegnavano a non acquistare oro sul mercato in momenti di maggior tensione. Nel marzo 1961, gli stessi paesi decisero la creazione del «pool dell'oro» allo scopo di stabilizzarne il prezzo sul mercato privato.

Tav. 1

Quota percentuale dell'oro nelle riserve ufficiali internazionali 1913-1986 (1)
(fine periodo)

	1913	1928	1937	1950	1960	1970	1980	1986
Oro ufficiale in percentuale delle riserve ufficiali internazionali (2)	85,4	75,7	91,4	68,8	63,6	41,3	59,9	44,5
Distribuzione dell'oro ufficiale tra i principali gruppi di paesi								
— Paesi industriali . . . . .	..	..	..	90,9	90,8	86,5	84,1	84,3
USA . . . . .	..	..	..	68,2	47,0	29,9	25,5	25,5
Paesi CEE . . . . .	..	..	..	15,1	34,8	45,0	45,3	47,0
— Paesi esportatori di petrolio . . . . .	..	..	..	2,2	1,9	3,2	3,9	4,2
— Paesi non esportatori di petrolio . . . . .	..	..	..	6,9	7,3	10,3	12,0	11,5
Totale				100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonti: FMI e R. Triffin, *The Evolution of the International Monetary System: Historical Reappraisal and Future Perspectives*, Princeton Studies in International Finance, n. 12, 1964.

(1) Oro valutato a 20,67 \$ l'oncia per il 1913 e il 1928, a 35 \$ per il 1937 e a prezzi di mercato per il periodo 1950-86. — (2) Riserve ufficiali internazionali = Oro + valute estere + DSP + posizione di riserva sul Fondo.

Negli anni successivi l'espansione delle riserve internazionali avvenne prevalentemente sotto forma di valute convertibili, con una crescita della componente aurea modesta. All'aumento di quest'ultima nella Germania federale e, in particolare, in Francia si contrappose, nonostante il sostegno fornito dal Fondo monetario

internazionale (1), una diminuzione in Gran Bretagna e, soprattutto, negli Stati Uniti. Alla fine del 1967 lo *stock* aureo ufficiale americano ammontava a 345 milioni di once, pari a 12 miliardi di dollari, cifra inferiore al totale delle passività ufficiali degli USA, nel frattempo salite a 18 miliardi di dollari.

La crisi valutaria dell'autunno 1967, innescata dalla svalutazione della sterlina, unitamente alle tensioni derivanti dai timori di possibili mutamenti di altre parità, causò un forte aumento della domanda di oro che pose sotto crescente pressione le riserve del «pool»; a metà marzo 1968 le autorità inglesi furono costrette a chiudere il mercato.

Ovviamente sarebbe stato possibile contrastare quelle pressioni aumentando il prezzo ufficiale dell'oro, innalzando così il valore complessivo delle riserve auree ufficiali e aiutando gli Stati Uniti a fronteggiare i disavanzi nei pagamenti con l'estero. Tuttavia, si temeva che un tale provvedimento avrebbe minato la fiducia nel dollaro.

Una soluzione alternativa poteva essere quella di accettare un ridimensionamento del ruolo dell'oro nel sistema monetario internazionale e la creazione di uno strumento artificiale di «oro-carta» per sostenere il sistema e regolare la liquidità ufficiale. Questa soluzione condusse di fatto all'introduzione del diritto speciale di prelievo (DSP) nel 1969. L'obiettivo era quello di svincolare la creazione della liquidità internazionale dall'andamento della bilancia dei pagamenti americana e dal limite fisico della produzione aurea, consentendo così di soddisfare le esigenze del commercio mondiale e dell'aggiustamento internazionale.

Ciononostante, l'introduzione dell'oro-carta fu minata da politiche finanziarie non rigorose seguite negli Stati Uniti, che provocarono una rapida espansione della liquidità internazionale, alimentarono l'inflazione, indebolirono la bilancia dei pagamenti e causarono una certa sfiducia nel dollaro. I timori degli altri maggiori paesi industriali di perdere competitività furono di ostacolo alla necessaria rivalutazione delle loro monete. Gli ampi interventi sui mercati dei cambi non poterono essere efficacemente sterilizzati; impulsi inflazionistici si propagarono a livello mondiale.

Per quanto riguarda l'oro, nel marzo del 1968 i paesi industriali, con l'eccezione della Francia, concordarono a Washington l'istituzione di un doppio mercato, compiendo un passo importante verso la demonetizzazione del metallo. L'espansione della liquidità internazionale e la conseguente divergenza tra il prezzo ufficiale e quello di mercato, confermando la legge di Gresham, provocarono un più ampio uso della «moneta cat-

tiva» (il dollaro) e la tesaurizzazione di quella «buona» (l'oro).

Nell'agosto del 1971 la sospensione della convertibilità del dollaro ruppe il legame, tecnicamente labile ma psicologicamente importante, con il *gold standard* e calò il sipario sul sistema di Bretton Woods, sul quale si erano basate le relazioni finanziarie internazionali per oltre un quarto di secolo.

2. Con il passaggio ai cambi fluttuanti, il sistema monetario internazionale ha perduto un'ancora di riferimento; sotteso al mutamento vi era il convincimento, diffuso negli Stati Uniti e altrove, che la fluttuazione dei cambi avrebbe allentato il vincolo esterno caratteristico del sistema precedente.

Nel corso degli anni settanta, l'atteggiamento delle autorità ufficiali verso l'oro risultò ambiguo, in conseguenza della situazione delle relazioni monetarie internazionali. Da un lato, allo scopo di riguadagnare una maggiore flessibilità nella condotta della politica economica, furono assunti provvedimenti per una ulteriore demonetizzazione dell'oro, riducendone il ruolo nel sistema. In presenza di un ridimensionamento del peso degli Stati Uniti nell'economia mondiale, ciò favorì il nascere di un sistema di riserva multivalutario. Dall'altro lato, gli squilibri nei pagamenti provocati dall'aumento del prezzo del petrolio stimolarono molti paesi, in particolare quelli europei, a ricercare modalità di mobilitazione delle riserve auree, il cui valore di mercato stava notevolmente aumentando.

Il principale passo verso la demonetizzazione formale del metallo fu l'accordo raggiunto in occasione della riunione dell'Interim Committee tenutasi in Giamaica nel gennaio del 1976, accordo poi incorporato negli Statuti del FMI con il Secondo emendamento del 1978. In particolare, l'accordo prevedeva l'eliminazione dell'oro quale denominatore comune delle parità di cambio, l'abolizione del suo prezzo ufficiale (fermo a 35 DSP per oncia dal 1971), la rimozione dell'obbligo per i paesi membri del Fondo di corrispondere in oro gli aumenti delle quote e i pagamenti per interessi sui tiraggi.

Nell'estate del 1978 il prezzo dell'oro raggiunse i 200 dollari l'oncia, continuando ad aumentare, nonostante le vendite per circa 12 mi-

lioni di onces da parte degli Stati Uniti nel 1979. Nel gennaio del 1980 il prezzo raggiunse il massimo di 850 dollari l'oncia. Al di là di tensioni politiche specifiche, questa impennata può essere ricondotta all'accelerazione del processo inflazionistico nei paesi industriali, alla mancanza di fiducia nel dollaro e agli accresciuti acquisti del metallo da parte dei paesi dell'OPEC.

Il riconoscimento dei rischi inflazionistici insiti in un sistema privo di meccanismi esogeni di disciplina indusse una parte della comunità accademica a considerare la possibilità di un ritorno a qualche forma di *gold standard*. Il prof. Mundell, per esempio, riteneva che «per evitare che tutti i paesi muovano verso l'inflazione occorre che esista un mezzo esterno. Deve esistere un'ancora globale che rappresenti un punto di riferimento per la misurazione dell'inflazione mondiale e per stabilire un tetto ai prezzi di equilibrio. L'oro (o i DSP convertibili) potrebbe essere utile a tale scopo qualora fosse convertibile nelle valute nazionali e se il suo prezzo fosse mantenuto fisso, con un'offerta limitata. Se il dollaro è il principale strumento degli scambi internazionali, deve esistere per esso un obbligo di convertibilità o una qualche disciplina alternativa in grado di limitare il tasso di espansione dell'offerta di dollari».

Nel giugno 1981 il Congresso americano istituì una «Gold Commission» allo scopo di studiare la possibilità di un ripristino della convertibilità del dollaro in oro intesa come strumento di stabilizzazione dei prezzi e dei tassi di cambio. La Commissione, pur con notevole disaccordo al suo interno, si dichiarò contraria alla reintroduzione di un formale ruolo monetario per l'oro; tuttavia, essa non esclude del tutto la possibilità che il metallo svolgesse un ruolo più significativo, ove negli anni a venire non fossero state ripristinate una ragionevole stabilità dei prezzi e la fiducia nel dollaro. Riguardo alle riserve auree americane, la Commissione affermò che «mentre non si può individuare un esatto livello dello *stock* aureo che possa ritenersi necessariamente «giusto», il Tesoro si riserva il diritto di effettuare vendite di oro a sua discrezione, a condizione di conservarne per ogni evenienza adeguati livelli» (2).

Mentre gli Stati Uniti e il Fondo monetario internazionale erano chiaramente orientati, negli anni settanta, verso la demonetizzazione dell'oro, molti paesi cercarono sistemi per poter utilizzare in qualche modo le loro riserve auree ufficiali.

Nell'aprile del 1974 la Comunità europea raggiunse un accordo sulle transazioni tra le banche centrali dei paesi membri sulla base di prezzi legati alle quotazioni di mercato, mentre nel giugno dello stesso anno i paesi del G-10 sottoscrissero un accordo che consentiva l'uso dell'oro come garanzia per i prestiti tra banche centrali. Un esempio di questo accordo è la linea di credito di 2 miliardi di dollari concessa dalla Bundesbank alla Banca d'Italia nel 1974. Negli anni seguenti furono effettuati numerosi *swaps* utilizzando la stessa tecnica: un prestito garantito da oro valutato ai prezzi di mercato (con un leggero sconto); mantenimento della garanzia aurea a un determinato livello minimo, con l'impegno di fornire garanzie aggiuntive nel caso di diminuzione del prezzo del metallo; contabilizzazione degli interessi per la durata del prestito a tassi collegati al LIBOR.

Con l'entrata in vigore del Sistema monetario europeo nel marzo del 1979 fu istituito un meccanismo che consentiva la parziale mobilitazione delle riserve auree ufficiali attraverso la creazione di ECU a fronte di un deposito presso il FECoM di oro valutato sulla base dei prezzi di mercato. La quantità delle riserve auree ufficiali depositate dai paesi comunitari è rimasta virtualmente immutata ad un livello di circa 85 milioni di onces, mentre i corrispondenti depositi in dollari hanno subito notevoli variazioni. Gli ECU creati a fronte di oro nel corso del primo anno di funzionamento dello SME hanno rappresentato circa il 60 per cento del totale, mentre nel corso degli anni ottanta questa percentuale ha raggiunto il 75 per cento circa. Il meccanismo adottato dai paesi della CEE per la mobilitazione delle riserve auree ufficiali ha comportato un aumento significativo della loro liquidità ufficiale, ulteriormente incrementata dal nuovo meccanismo di mobilitazione dell'ECU istituito nel 1985.

Infine, vale la pena di notare che anche se lo *stock* di riserve auree ufficiali non è mutato in maniera significativa nel corso degli anni ottanta, le autorità monetarie di alcuni paesi hanno continuato ad effettuare vendite ed acquisti di oro (3).

3. Quali sono, dunque, le prospettive dell'oro nel sistema monetario internazionale?

Non credo che possa attribuirsi nuovamente all'oro un ruolo monetario, né sul piano interna-

zionale come parametro di riferimento per i tassi di cambio e per la creazione di liquidità ufficiale, né sul piano nazionale, come punto di riferimento «esterno» per la politica monetaria e per la stabilità dei prezzi.

Sul piano internazionale l'ostacolo principale all'istituzione di un sistema di tassi di cambio fissi o di un sistema più «controllato» di creazione di liquidità è rappresentato dal conflitto esistente tra gli obiettivi interni ed esterni e le politiche perseguite dai maggiori paesi industriali. L'oro non è in grado di risolvere questi conflitti e il suo uso implicherebbe notevoli difficoltà tecniche.

Ogni tentativo di ripristinare un prezzo ufficiale per l'oro creerebbe inevitabilmente tensioni nel sistema dei pagamenti. Da un prezzo non suscettibile di modifiche deriverebbero ostacoli all'espansione degli scambi commerciali; da un prezzo che fosse modificato secondo le circostanze scaturirebbero tensioni speculative. In ogni caso, un sistema di tassi di cambio fissi, sia esso sostenuto o meno dall'oro, può essere mantenuto solo se i paesi sono disposti a subordinare le proprie politiche interne all'obiettivo esterno, condizione questa che non dipende direttamente da un legame con l'oro.

Per ciò che concerne la liquidità internazionale, sarebbe assai difficile identificare un prezzo dell'oro che consentisse un'offerta adeguata di liquidità evitando al contempo la Cariddi dell'inflazione e la Scilla della deflazione. Di fatto, tale prezzo potrebbe non esistere (4). L'esperienza mostra che non c'è ragione perché le variabili esogene produzione di oro e domanda privata debbano garantire una creazione di liquidità che soddisfi le necessità dell'espansione degli scambi commerciali e quelle dell'aggiustamento delle bilance dei pagamenti.

Nel passato l'ancora della stabilità monetaria e valutaria era in realtà fornita dalle politiche dei più importanti centri finanziari internazionali, Londra fino alla prima guerra mondiale, New York nel sistema di Bretton Woods. Viviamo oggi in un mondo in cui non esiste, né forse sarebbe universalmente accettata, una siffatta *leadership*. Per una maggiore stabilità dei cambi e della liquidità internazionale, è perciò essenziale che si pervenga ad una più stretta cooperazione tra i maggiori paesi industriali, che dovranno rinunciare ad una parte della loro autonomia.

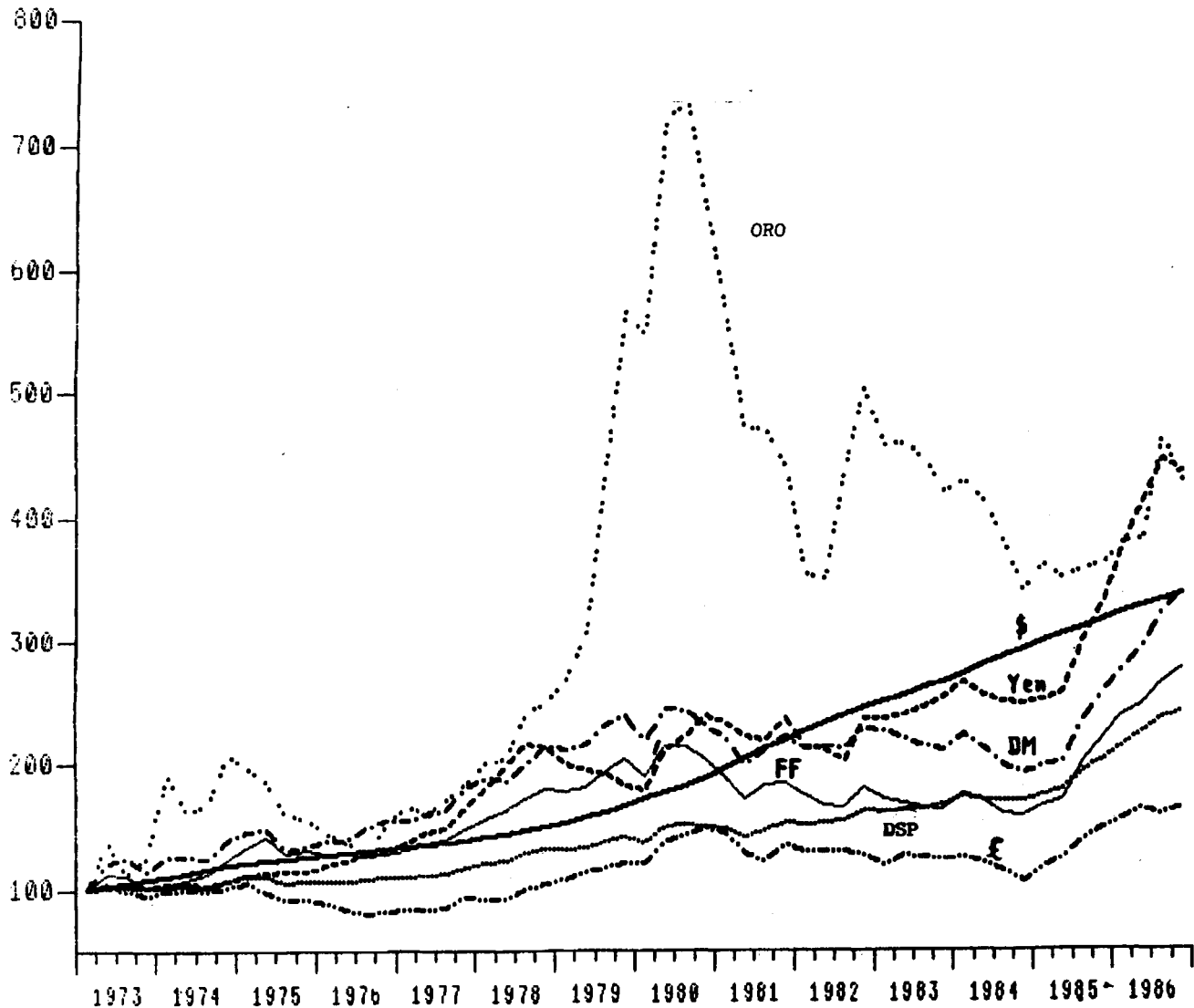
Personalmente, nutro dubbi ancora maggiori sulla possibilità di riattribuire all'oro un ruolo nella politica monetaria interna, istituendo una qualche forma di copertura della massa monetaria. Ogni banchiere centrale sa che il governo della moneta ha in ogni tempo richiesto capacità di giudizio e discrezionalità, e che non esistono «piloti automatici». Regole monetarie possono essere utili, e di fatto lo sono state in alcuni periodi, come guida operativa e punto di riferimento per le aspettative degli operatori; esse tuttavia non esentano le banche centrali dal dover decidere se «intervenire» e in quale misura «accomodare» o «sterilizzare». Inoltre, l'innovazione e l'integrazione dei mercati finanziari a livello mondiale hanno reso assai più arduo identificare e controllare specifici aggregati monetari. Un sistema di copertura aurea finirebbe per rendere più difficile una gestione già assai complessa, senza apportare vantaggi al processo decisionale della politica monetaria.

Tuttavia, malgrado queste considerazioni, non credo che le autorità monetarie possano ignorare l'esistenza dell'oro. Sebbene non completamente liquido, l'oro rappresenta ancora oltre il 40 per cento delle riserve ufficiali; i paesi industriali ne detengono circa l'85 per cento. Come attività esterna il cui valore non dipende direttamente dalle decisioni e dalle politiche di alcun singolo paese, l'oro è tuttora considerato da molte banche centrali come «l'ultima linea di difesa», poiché conserva la caratteristica di salvaguardare la credibilità dei paesi che ne posseggono quantità notevoli. Fino a quando i tassi di cambio delle valute più importanti resteranno instabili e fino a quando l'inflazione sarà percepita come una scappatoia per ridurre l'onere del debito pubblico, questa caratteristica dell'oro e la sua appetibilità come attività di riserva non scompariranno.

Di fatto, nel lungo periodo l'oro ha fornito rendimenti pari o superiori a quelli delle altre principali attività di riserva internazionali. In termini di dollari, un investimento in oro effettuato nel marzo del 1973 è cresciuto, in valori nominali, di 4,3 volte alla fine del 1986. Sempre in termini di dollari, un investimento in yen avrebbe dato all'incirca lo stesso rendimento (440 per cento), mentre un investimento in marchi tedeschi o in dollari sarebbe aumentato di 3,4 volte (fig. 1).

Fig. 1

Rendimenti di investimenti alternativi
(espressi in termini di dollari; 1973-I = 100)



Non posso tuttavia nascondere un certo disagio per le conseguenze negative del mantenimento di risorse congelate in un tipo di attività che non contribuisce né a migliorare la stabilità del sistema monetario internazionale, né a risolvere altri problemi, come quello dello sviluppo economico. Di fatto, nell'ultimo decennio sono stati istituiti alcuni meccanismi atti a consentire un miglior utilizzo dell'oro.

Come ho già indicato, il sistema di creazione dell'ECU dimostra che l'oro può essere mobilitato e che la liquidità internazionale può essere aumentata, almeno temporaneamente, senza che i paesi debbano necessariamente rinunciare alle loro riserve. Le banche centrali possono così rafforzare le proprie difese contro le pressioni speculative sui cambi, senza dover incrementare le riserve ufficiali. Meccanismi di questo tipo possono

prospettarsi per aumentare le riserve disponibili a sostegno di azioni concertate per stabilizzare i tassi di cambio delle principali valute.

Allo stesso tempo, l'oro potrebbe inoltre svolgere un importante ruolo nell'ambito del FMI, che ne detiene più di 100 milioni di once. Una parte di tali riserve potrebbe essere usata come garanzia per potenziare le capacità di raccolta del Fondo; un'altra potrebbe anche essere venduta, sulla scorta di quanto già fatto con il «Trust Fund» alla fine degli anni settanta, al fine di concedere crediti agevolati ai paesi a più basso reddito.

In conclusione, mentre da una parte si deve riconoscere che l'oro non possiede il potere magico di ripristinare la stabilità dei cambi o di regolare la liquidità internazionale, dall'altra sarebbe prematuro relegare le riserve auree ufficiali ad un

ruolo del tutto secondario sulla scena monetaria internazionale.

(1) In occasione della quarta revisione generale delle quote, nel 1965, il FMI consentì agli Stati Uniti e alla Gran Bretagna di ripartire su cinque anni il conferimento in oro relativo alla propria quota. Il Fondo effettuò inoltre depositi di oro presso questi due paesi.

(2) «Report to the Congress of the Commission on the Role of Gold in the Domestic and International Monetary Systems», marzo 1982, pag. 13.

(3) Il Canada e il Portogallo hanno venduto entrambi circa 2 milioni di once, mentre la Finlandia ne ha acquistate 1 milione. L'Ungheria ha venduto circa 1,5 milioni di once nel 1981 e 1982, riacquistandone in seguito un ammontare equivalente; le Filippine hanno venduto oltre 1,5 milioni di once nel 1983, acquistandone oltre 2 milioni negli anni successivi. Tra il 1982 e il 1984 i paesi dell'America Latina hanno venduto un totale di 3,5 milioni di once per far fronte ad una parte del servizio del debito; essi hanno in seguito ricostituito le proprie riserve auree nel 1985 e nella prima metà del 1986, ma solo per attingervi di nuovo pesantemente nel corso dell'autunno (specialmente il Brasile, che ha venduto 1,2 milioni di once, pari ad oltre un terzo del totale delle proprie riserve auree ufficiali). Il Giappone ha di recente effettuato consistenti acquisti per coniare monete commemorative. Si stima che nel corso del 1986 gli acquisti privati e ufficiali da parte giapponese siano ammontati ad oltre il 40 per cento della nuova produzione mondiale (ad esclusione dei paesi socialisti). Da ultimo, il Belgio ha utilizzato parte delle proprie riserve nel corso di quest'anno per coniare monete denominate in ECU.

(4) Cfr. R. Cooper, *The Gold Standard: Historical Facts and Future Prospects*, Brookings Papers on Economic Activity, no. 1, 1982.

L'ordinamento creditizio e l'attività assicurativa

Nota predisposta dal dr. Tommaso Padoa Schioppa, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia, per il Comitato per lo studio dei problemi concernenti l'oggetto sociale, le attività connesse e la partecipazione in altre imprese delle compagnie di assicurazione ()*

Roma, giugno 1987

1. Introduzione

La presente nota si propone di fornire elementi utili per un inquadramento del problema dei rapporti tra enti creditizi da un lato, e compagnie di assicurazione dall'altro, cioè delle due principali categorie di operatori che compongono il sistema finanziario italiano.

Essa consiste essenzialmente in una sintetica ricognizione delle *fonti normative* e dei principali *aspetti fattuali* nei quali può essere idealmente scomposto il problema. Il fenomeno viene osservato prevalentemente dall'angolo visuale degli enti creditizi; l'analisi risultante è dunque parziale e richiede di essere integrata con un'analoga ricognizione condotta dal punto di vista delle compagnie di assicurazione.

Il sistema creditizio può interessare sotto un duplice profilo: perché è un settore dotato di un ordinamento giuridico-istituzionale notevolmente strutturato e consolidato che può essere rilevante, per analogia, per il settore assicurativo al quale è affine per più motivi; perché tra gli enti creditizi e le compagnie di assicurazione possono stabilirsi rapporti di varia natura (assetto proprietari, prodotti finanziari, commercializzazione, ecc.) sui quali il Comitato di studio è chiamato a riflettere.

Il dilemma specializzazione/commistione tra le due categorie di intermediari presenta aspetti peculiari a seconda che si considerino i rapporti proprietari, la produzione di strumenti finanziari, la loro commercializzazione. Dopo una breve introduzione di carattere generale, la presente nota dedica uno specifico paragrafo a ciascuno di questi tre aspetti. Essa è corredata di un insieme di schede nelle quali viene sintetizzata, senza pretesa di completezza, la situazione osservabile nei Paesi della Comunità Europea.

In un sistema nel quale i prenditori di credito e i risparmiatori non abbiano bisogni e preferenze perfettamente coincidenti, il compito di raccordo tra i settori deficitari e quelle eccedentari viene svolto dagli intermediari finanziari. Questi trasformano una o più delle caratteristiche che contraddistinguono le attività finanziarie (in termini di scadenza, rischio, liquidità, ecc.) che essi acquistano, e si pongono così in grado di offrire agli operatori che domandano fondi attività finanziarie di caratteristiche diverse.

Nell'ambito degli intermediari finanziari si rinvengono, nei vari ordinamenti, diverse categorie di operatori, identificate dalla natura dei prodotti finanziari offerti, dalle tecniche impiegate, dal quadro normativo, dal particolare mix di concorrenza e di stabilità perseguito di tempo in tempo. In generale, un basso grado di specializzazione degli intermediari tende ad accrescere la concorrenza nei mercati finanziari; un maggiore grado di specializzazione, limitando le commistioni ritenute potenzialmente destabilizzanti, mira invece a tutelare la stabilità dei mercati e degli intermediari.

Una prima grande ripartizione degli intermediari finanziari, osservabile in tutti i paesi industrializzati, è quella che da sempre distingue le compagnie assicurative dagli enti creditizi. Come illustrato in dettaglio nell'Allegato, questa distinzione risulta di norma assai netta sotto il profilo della *produzione* degli strumenti finanziari; meno precisa risulta invece, e non da oggi, dal punto di vista della *commercializzazione*.

Gli enti creditizi, a loro volta, vengono ripartiti secondo diversificazioni operative, variabili

(*) Il rapporto conclusivo del Comitato è riportato nella rubrica Documenti.

nel tempo e nello spazio, che definiscono i tratti morfologici dei diversi sistemi creditizi. In Italia la legge bancaria sancisce la distinzione tra le aziende di credito, che raccolgono depositi e operano nel comparto del breve termine, e gli istituti di credito speciale, i quali si finanziano emettendo titoli obbligazionari e operano nei comparti del medio e lungo termine.

La centralità degli enti creditizi nell'intermediazione finanziaria esige che la loro attività si svolga in autonomia, libera da condizionamenti, in modo da pervenire a una corretta allocazione delle risorse.

A questo fine è ispirata la legge bancaria del 1936, con la quale venne risolta la commistione tra Banca e Industria che si era andata facendo tanto stretta da pregiudicare la stabilità del sistema creditizio. Poiché la commistione si era realizzata attraverso la partecipazione delle banche al capitale delle imprese industriali, la legge predispose strumenti di controllo delle partecipazioni che possono essere assunte dalle banche.

In conformità dei principi ispiratori della legge bancaria, il Comitato del credito ha assunto, il 20 marzo 1987, una deliberazione che mira ad assicurare l'autonomia delle banche sotto il profilo sia degli assetti proprietari, sia dell'erogazione del credito.

2. Proprietà

Normativa

A parte la recente delibera del Comitato del credito, le principali norme che riguardano i rapporti partecipativi interessanti le banche sono le seguenti:

- *legge bancaria* artt. 33 e 35, 2° comma, lettera a);
- *delibera del Comitato del credito* del 28.1.1981 (e successive modificazioni) che stabilisce la disciplina delle partecipazioni detenibili da banche. Le assicurazioni non sono in atto comprese nel novero delle attività collaterali o strumentali a quella bancaria; le banche non possono pertanto assumere partecipazioni in compagnie assicurative. Tale possibilità sussiste per gli Istituti di credito speciale ai quali non si applicano, ai sensi della legge 23/1981,

gli artt. 33 e 35 della legge bancaria; peraltro, questi Istituti sono stati invitati (DM 22 novembre 1982) ad adottare norme statutarie dirette a evitare l'assunzione di partecipazioni che non siano in armonia con la specializzazione funzionale e le finalità perseguite dagli enti stessi;

- *legge 281/1985, artt. 9 e 10*. I soggetti che detengono, direttamente o indirettamente, più del 2 per cento del capitale delle banche sotto forma di società per azioni sono tenuti a effettuare una segnalazione alla Banca d'Italia.

Riguardo alla partecipazione al capitale delle banche *esistenti* da parte di soggetti non bancari, ivi incluse le compagnie assicurative, il nostro ordinamento non prevede specifici strumenti di intervento.

Situazione di fatto

Occorre distinguere tra banche e Istituti di credito speciale. Stante il tenore della delibera CICR del 1981, non esistono casi di compagnie assicurative partecipate da aziende di credito.

Per converso, esistono alcuni casi di banche controllate da compagnie assicurative. Fra i più rilevanti vanno annoverati: la Banca Mercantile Italiana, Firenze, partecipata da La Fondiaria Vita; la Banca Subalpina, Torino, partecipata dalla Reale Mutua Assicurazioni; la Banca di Marino, Roma, partecipata dall'INA.

Per gli Istituti di credito speciale esistono casi di partecipazione in compagnie assicurative (esempi: Mediobanca/La Fondiaria e Generali; IMI/Le Assicurazioni d'Italia). Quale esempio di controllo indiretto si può citare la Fideuram Vita, controllata dall'IMI tramite la Fideuram.

Analogamente, esistono esempi importanti di partecipazioni di compagnie assicurative in Istituti di credito speciale. Per taluni casi particolari tale possibilità è esplicitamente ammessa da norme di natura pubblicistica (leggi e statuti).

3. Prodotti

I prodotti assicurativi del ramo vita possono essere in generale considerati come la risultante di due distinte componenti: l'una propriamente finanziaria, nella quale l'impegno della compagnia

è legato a variabili temporali, monetarie, reali, valutarie, ecc.; l'altra che dipende da eventi connessi alla vita umana. Il peso relativo di ciascuna componente è variabile nei diversi prodotti e può anche essere nullo in alcuni casi.

Le attività finanziarie pure si distinguono da quelle assicurative per il fatto di non essere mai in alcun modo legate a eventi riguardanti la vita umana, ma di dipendere unicamente dall'andamento della variabile tempo e da variabili monetarie, reali, valutarie, ecc..

Il processo di innovazione finanziaria verificatosi in anni recenti anche in Italia ha comportato, tra l'altro, l'introduzione o lo sviluppo di strumenti finanziari misti, che presentano congiuntamente alcune caratteristiche dei prodotti assicurativi e di quelli finanziari puri. Può non essere dunque sempre agevole tracciare in pratica una linea di demarcazione tra le due categorie di prodotti.

In Italia i settori in cui è sviluppata la concorrenza oppure la complementarità di prodotti assicurativi con quelli creditizi e finanziari sono i seguenti.

Risparmio delle famiglie:

- *investimento finanziario*: le compagnie di assicurazione sulla vita offrono *polizze individuali a prestazione rivalutabile* che presentano analogie con l'investimento in un fondo comune mobiliare e consentono di sfruttare i benefici fiscali dell'assicurazione sulla vita;
- *investimento previdenziale*: le compagnie vita offrono normalmente prodotti previdenziali individuali e aziendali (polizze collettive; solo di recente alcune di tali polizze sono state accese come rivalutabili);
- *credito*: le compagnie vita offrono *anticipazioni su polizze* e di recente hanno sviluppato l'*assicurazione dei mutui* contratti per l'acquisto della casa. In seguito all'accordo tra l'istituto mutuante e la compagnia assicurativa, il mutuatario effettua direttamente il pagamento degli interessi e stipula una polizza mista in base alla quale il rimborso del capitale mutuato fa carico alla compagnia assicurativa; insieme alla deduzione fiscale dei ratei di interesse, il pagamento dei premi assicurativi, in luogo

delle quote di ammortamento, consente un ulteriore beneficio fiscale.

Operazioni finanziarie e commerciali:

- *garanzie/cauzioni*: le compagnie danni emettono *polizze fidejussorie* che replicano le fidejussioni bancarie, e non sono sottoposte ai vincoli previsti per queste ultime, prestando garanzie a favore dello Stato e degli enti pubblici; il sistema assicurativo offre *garanzie* nel campo dei mutui di credito fondiario, edilizio, di credito agrario di miglioramento, del credito a medio termine concesso all'artigianato e alle piccole e medie imprese industriali; il settore assicurativo offre inoltre servizi analoghi a quelli bancari in materia doganale, di IVA, di opere pubbliche, di imposte di successione;
- *mutui*: l'attuale normativa in materia di finanza locale (DL 30.4.86, n.133) prevede che, oltre gli enti creditizi e previdenziali, anche le imprese assicurative siano abilitate, previa autorizzazione del Ministero del Tesoro, a contrarre mutui con i comuni, le province e i loro consorzi.

4. Commercializzazione

Normativa

Nell'ambito della legge bancaria e della disciplina statutaria degli enti creditizi, non si rinven- gono espliciti impedimenti normativi all'offerta da parte delle aziende di credito di servizi finanziari diversi da quelli tipicamente inerenti la funzione bancaria; anzi, l'art. 17 del TU delle Casse rurali ed artigiane prevede esplicitamente che tali organismi possano assumere la rappresentanza di enti e società di assicurazioni.

La Banca d'Italia, tenuto conto dei possibili effetti positivi derivanti dall'integrazione dei comparti sul piano dell'utilizzo ottimale delle strutture bancarie, non ha ritenuto di ostacolare — sotto il profilo operativo — lo svilupparsi di rapporti tra banche ed assicurazioni. Tale orientamento trova riscontro negli ordinamenti dei principali paesi comunitari (cfr. Allegato) ove si sono in generale affermati sempre più stretti collegamenti funzionali tra i due settori, anche nei paesi

nei quali esistono limiti in materia di assetti proprietari.

In tale ottica, si è riconosciuta la possibilità che le banche assumano interessenze in società di brokeraggio, che svolgono un'opera di pura mediazione senza assunzione di rischio.

L'offerta di prodotti assicurativi da parte delle banche non implica l'esercizio dell'intermediazione assicurativa. Le iniziative in atto delle banche non presentano l'elemento qualificante dell'intermediazione assicurativa professionale, consistente nell'intervenire nella determinazione del contenuto dei contratti assicurativi. Le banche infatti collocano presso la propria clientela contratti standardizzati, accettati per adesione, in relazione ai quali esse stesse si limitano a disimpegnare le relative operazioni di cassa, senza accollo dei rischi e delle obbligazioni che fanno capo all'impresa di assicurazione.

Con riferimento allo specifico problema della distribuzione dei prodotti, la Banca d'Italia ha ancora di recente riaffermato il principio che l'attività bancaria deve in generale aver luogo presso le dipendenze delle banche. Nulla di simile risulta per l'attività assicurativa, per la quale la vendita a domicilio sembra rientrare nella prassi consolidata.

Con l'istituzione dei fondi comuni mobiliari sono state create o rafforzate numerose società che effettuano la vendita porta a porta. Questa è soggetta all'art. 15 della legge 281/85, che ha modificato l'art. 18ter della legge 216/74 (come determinato dall'art. 12 della legge n. 77/83) istitutiva della Consob. Lo svolgimento di questa attività è subordinato a un'autorizzazione Consob da rilasciare secondo i criteri stabiliti dalla medesima Commissione in un apposito regolamento.

Situazione di fatto

Le iniziative che si è avuto modo di osservare nel settore creditizio sono riconducibili:

- all'attività di mera pubblicizzazione gratuita di polizze assicurative, con offerta alla propria clientela dello svolgimento del relativo servizio di addebito sul conto corrente del premio assicurativo;
- o, più di recente, a ipotesi di contratti in nome altrui (1890 c.c.) o per conto altrui o di chi spetta (1891 c.c.), relativamente ai quali le banche si accollano in alcuni casi l'onere del premio, e in altri addebitano sui conti correnti dei clienti il relativo importo (sono i casi dell'assicurazione dei depositi, dei c/c e dell'esposizione nei confronti della banca). E' frequente inoltre l'attività di raccolta delle adesioni contrattuali assicurative della clientela, collegate alla fornitura di altri servizi quali ad esempio le carte di credito.

Con riferimento ai canali di distribuzione diversi dagli sportelli bancari dei prodotti finanziari, le reti di vendita a domicilio, istituite per il collocamento di valori mobiliari (in particolare di quote di fondi comuni) tendono ad ampliare la loro sfera operativa sino a includervi attività contigue a quella delle banche (leasing, factoring) e attività assicurative.

Tenendo conto che, nell'ordinamento italiano, il collocamento di valori mobiliari fa parte integrante dell'attività bancaria, la possibile area di sovrapposizione tra l'attività degli sportelli bancari e quella delle reti di vendita è ampia.

Poiché i sistemi di vendita a domicilio dei prodotti finanziari sono forme di rapporto con la clientela non esenti da elementi di rischio, la Banca d'Italia ha in più occasioni rappresentato l'esigenza che questi sistemi vengano sottoposti a una adeguata regolamentazione, vietando in particolare l'offerta di prodotti strettamente bancari e limitando l'attività alla distribuzione di prodotti omogenei e rigorosamente tipizzati, quali le quote di fondi comuni.

Allegato - Rapporti tra banche e assicurazioni nei Paesi della CEE (*)

Belgio

Aspetti proprietari

Mentre alle banche di credito ordinario non è consentito esercitare l'attività assicurativa attraverso affiliate, le casse di risparmio private (che rappresentano circa il 30 per cento della base dei depositi) possono operare in questo campo attraverso proprie società controllate. La ragione del «distinguo» sembra sussistere nel convincimento che l'attività delle casse di risparmio private (credito fondiario) sia più vicina a quella assicurativa del ramo vita.

Del pari, le banche di credito ordinario non possono detenere partecipazioni minoritarie in compagnie di assicurazione, mentre ciò è consentito alle casse di risparmio private, nei limiti del margine disponibile. Più della metà di dette aziende appartengono a un gruppo di cui fa parte anche una società di assicurazione.

Le compagnie di assicurazione sono invece libere di partecipare nel capitale delle banche.

Danimarca

1. Aspetti proprietari

In questo Paese non è consentito alle banche di costituire compagnie di assicurazione aventi autonomia giuridica e viceversa.

E' in corso un riesame del problema dei collegamenti finanziari tra i due settori. Per le banche valgono i limiti generali previsti in materia di partecipazioni: ciò significa che esse non possono possedere o concedere finanziamenti su titoli in nessuna società per un importo superiore al 15 per cento dei propri fondi.

E' consentito che una società finanziaria controlli sia una banca che una compagnia di assicurazione. Ciò costituisce un'anomalia in quanto — come già accennato — le banche non sono autorizzate a controllare società di assicurazioni affiliate, potendo tale struttura rappresentare un

mezzo per eludere le limitazioni all'investimento diretto.

2. Profili operativi

Le compagnie di assicurazione non possono direttamente effettuare alcuna attività di finanziamento: Esse non agiscono — più per consuetudine che per legge — quali intermediarie delle banche.

L'attività di intermediazione delle banche a favore delle compagnie di assicurazione è condizionata al fatto che sia un servizio accessorio. Numerose aziende di credito danesi hanno cominciato ad offrire programmi di risparmio abbinati a prodotti assicurativi.

Sono state adottate misure per garantire una gestione separata delle società di assicurazione e delle banche facenti parte dello stesso gruppo finanziario, anche se i rispettivi consigli di amministrazione possono essere formati dagli stessi componenti.

Francia

1. Aspetti proprietari

E' riconosciuta la possibilità alle banche nazionali di partecipare — anche in misura maggioritaria — al capitale delle compagnie di assicurazione. L'investimento delle banche nelle società assicurative non può peraltro superare il 5 per cento delle risorse nette patrimoniali dell'ente partecipante. Le compagnie di assicurazione possono a loro volta detenere interessenze nel capitale delle banche e costituire affiliate bancarie aventi autonomia giuridica.

(*) Le notizie riportate sono tratte da:

- Atti di Convegno EFMA su Banche e Assicurazioni, Budapest 1986;
- Gruppo di contatto, Commissione CEE, doc. 52/87 - IT marzo 1987;
- Gruppo di contatto, Commissione CEE, doc. 53/87 - IT marzo 1987;
- O.E.C.D., Comitato sui mercati finanziari, CMF (87)9 gennaio 1987;
- O.E.C.D., Comitato sui mercati finanziari, CMF (87)4 febbraio 1987;
- O.E.C.D., Comitato sui mercati finanziari, CMF (87)16 aprile 1987.

Parimenti, non sussistono limiti formali alla costituzione di holdings che controllino all'interno del gruppo enti appartenenti al settore assicurativo e creditizio.

Nella realtà, si riscontrano numerosi esempi di gruppi societari composti dei quali fanno parte sia banche che assicurazioni. Allo stato attuale, prevalgono nei rapporti diretti tra i due settori le partecipazioni di assicurazioni nelle banche (spesso di notevoli dimensioni); viceversa, sin ad oggi esiste in Francia una sola banca che controlla una compagnia di assicurazione del ramo vita di una certa dimensione.

Sotto il profilo di vigilanza, le Autorità francesi sono impegnate a limitare i rischi derivanti dalla compenetrazione tra i due settori attraverso la politica dei grandi fidi e la normativa relativa alle partecipazioni.

2. Profili operativi

In Francia le banche possono e in effetti agiscono da intermediarie per le società assicurative, mentre quest'ultime — più per consuetudine che per ostacoli normativi — non svolgono tale ruolo in favore delle banche. Agli operatori delle assicurazioni è riconosciuta inoltre la possibilità — seppure entro certi limiti e a determinate condizioni — di svolgere alcune attività di prestito.

Negli ultimi anni, si è assistito ad un intenso sviluppo di forme di cooperazione tra i due settori attraverso l'offerta congiunta di prodotti finanziari ed assicurativi. In particolare, le banche — attraverso la propria rete di sportelli — collocano presso la clientela polizze di assicurazione sulla vita collegate a talune operazioni di finanziamento a lungo termine (es. mutui edilizi).

Grecia

Aspetti proprietari

In questo paese gran parte dell'attività assicurativa è esercitata da compagnie di assicurazione possedute dalle banche nazionali di maggiori dimensioni, di regola controllate dallo Stato.

Tale particolare circostanza dà conto dei vincoli — sia formali che pratici — ai quali sono sottoposte le compagnie di assicurazione che vo-

gliano acquisire partecipazioni bancarie. In teoria, è riconosciuta alle società assicurative tale possibilità insieme a quella di costituire *ex novo* un ente creditizio. Peraltro, sono ammesse partecipazioni in banche non oltre i limiti del 20 per cento del capitale azionario della banca purché diversa dalla propria banca-madre.

In Grecia, non esistono ad oggi holdings che controllino sia banche che assicurazioni sebbene non vi siano ostacoli normativi alla creazione di tali modelli finanziari.

Irlanda

Aspetti proprietari

Le Autorità irlandesi sono particolarmente attente ai problemi di commistione tra il settore bancario e gli altri settori economici. In teoria, sembrano disposte a consentire alle banche di esercitare l'attività di assicurazione del ramo vita a basso rischio attraverso società affiliate; tuttavia esse si riservano il diritto di imporre ulteriori obblighi (quali quelli in materia di capitale minimo) nel caso in cui ciò sia necessario.

Le stesse cautele sussistono in materia di partecipazione delle compagnie di assicurazione in banche.

In generale, le Autorità di vigilanza temono un'eccessiva compenetrazione finanziaria tra i due settori. E' diffuso il timore del cd. rischio di contagio, ovvero della possibilità — nel caso di sfavorevole congiuntura per un settore — di coinvolgere anche l'altro comparto, con riflessi negativi sull'intera economia nazionale. Più volte, si è manifestata l'esigenza in sede di revisione normativa di eliminare le attuali restrizioni in materia di scambio di informazioni tra la Banca Centrale e le Autorità che esercitano la vigilanza sulle assicurazioni.

Lussemburgo

1. *Aspetti proprietari*

Sebbene la legge non vieti la costituzione da parte di una banca di una società di assicurazione giuridicamente distinta e viceversa, ciò in pratica non si verifica in quanto le Autorità di Vigilanza

lussemburghesi sono orientate a mantenere quanto piú possibile separati i due settori.

Ciò spiega anche come mai non esistano in questo Paese esempi di compagnie di assicurazione che partecipino in aziende di credito.

2. *Profili operativi*

Le compagnie di assicurazione non possono effettuare direttamente operazioni di prestito. Ad esse è anche vietata l'assunzione del ruolo di intermediari a favore delle banche.

A differenza degli altri Paesi, esistono in Lussemburgo — come in Spagna — casse di risparmio che possono per regolamento statutario esercitare una limitata attività assicurativa.

Anche in Lussemburgo, le banche e le società di assicurazione stanno adottando sotto il profilo operativo forme congiunte di programmi finanziari.

Olanda

1. *Aspetti proprietari*

Le linee di intervento in materia di relazioni tra banche ed assicurazioni sono state oggetto di recente riconsiderazione e il 1° gennaio 1987 sono entrati in vigore i nuovi orientamenti che costituiscono un primo passo verso una piena liberalizzazione. Per molti anni in passato, le Autorità centrali (Ministero delle Finanze, Banca Centrale e «Camera delle assicurazioni») avevano adottato posizioni assai rigide allo scopo di garantire una netta separazione tra i settori in esame.

Sia le banche, sia le compagnie di assicurazione possono ora detenere partecipazioni di investimento non superiori al 15 per cento (prima del 1987 la soglia era fissata al 5 per cento) del capitale dell'ente partecipato, ma in ogni caso il diritto di voto è limitato al corrispondente 5 per cento della partecipazione.

Non è consentito alle compagnie di assicurazione costituire una consociata bancaria. Già dal 1982, in relazione alle esigenze di patrimonializzazione delle banche di credito fondiario (*mortgage banks*) è stato però ammesso che le società di assicurazione (nonché le banche) possano costituire e/o controllare le banche di credito speciale.

2. *Profili operativi*

Malgrado i vincoli e i limiti posti ai rapporti proprietari, le banche sono molto attive nella commercializzazione di prodotti assicurativi, operando sia in qualità di agente sia di broker. La mediazione assicurativa da tempo rientra nel novero dei servizi offerti dalle dipendenze bancarie. Alle banche fa capo il 12 per cento dei servizi assicurativi offerti alle famiglie e il 20 per cento di quelli rivolti alle imprese.

Tra le banche olandesi piú attive nel settore assicurativo si citano la AMRO Bank e la ABN che vantano esperienze pluridecennali nel settore, predisponendo l'organizzazione del personale in modo da offrire consulenze assicurative presso i propri sportelli bancari. Le polizze vengono vendute sotto la denominazione delle banche, le quali organizzano al proprio interno distinti dipartimenti specializzati e pubblicizzano attivamente i prodotti assicurativi offerti alla clientela.

Portogallo

1. *Aspetti proprietari*

Le banche non possono in questo paese costituire compagnie di assicurazioni giuridicamente distinte e, parallelamente, alle compagnie di assicurazione non è consentito dalle Autorità portoghesi di istituire consociate bancarie.

In materia di assetti proprietari, vige l'obbligo per le banche di non possedere piú del 20 per cento del capitale delle società di assicurazioni. Alla base di tale limite, sembrerebbe esservi l'intendimento delle Autorità centrali di evitare che le banche dominino altri settori dell'economia nazionale. Parimenti è previsto per le società di assicurazione lo stesso limite partecipativo del 20 per cento del capitale delle aziende di credito. Non è vietata la creazione di un gruppo finanziario di cui facciano parte società bancarie e assicurative, sebbene anche per la società finanziaria capogruppo sussista il limite massimo partecipativo del 20 per cento.

2. *Profili operativi*

E' vietata sia alle banche che alle società di assicurazioni l'attività di intermediazione reciproca.

Nonostante i limiti vigenti nell'ordinamento portoghese riguardanti i rapporti tra i settori in esame, anche in questo Paese si stanno sviluppando forme di collaborazione tra banche e assicurazioni attraverso forme congiunte di programmi finanziari.

Regno Unito

1. Aspetti proprietari

Sia le banche che le assicurazioni possono costituire proprie affiliate per esercitare rispettivamente l'attività assicurativa e bancaria. Esempi rilevanti: la «Barclays Insurance Services» posseduta dalla banca omonima; la «Hambros Life» della Hambros Bank; la compagnia Aetna Montagu, operante nel ramo vita, posseduta dalla Samuel Montagu, a sua volta posseduta dalla Midland Bank; le sussidiarie assicurative della Lloyds Bank, della Royal Bank of Scotland, ecc..

Il fenomeno dei collegamenti finanziari tra i due settori è stato incrementato dalla presenza delle banche americane che, incontrando difficoltà o impedimenti normativi negli Stati Uniti, hanno concentrato la propria attività di banche di investimento in Inghilterra entrando anche nel settore assicurativo.

I collegamenti azionari tra i due settori sono attentamente seguiti dall'Organo di Vigilanza. Tra i criteri seguiti dalle Autorità preposte, c'è quello dimensionale: la concentrazione tra un'importante banca e una grossa compagnia di assicurazione incontrerebbe notevoli resistenze da parte delle Autorità inglesi.

Le compagnie di assicurazioni possono detenere partecipazioni in banche. Tra i casi più rilevanti, si ricorda quello della «Standard Life», una tra le più grandi mutue di assicurazioni scozzesi, che detiene il 34% del capitale della Bank of Scotland. Pur non sussistendo divieti di legge in materia, in pratica le Autorità inglesi esigono di essere consultate preventivamente nel caso in cui una società intenda assumere una partecipazione azionaria in una banca pari o superiore al 10 per cento, attivando — se del caso — lo strumento della *moral suasion* qualora l'intervento sia considerato negativamente. Sono in atto stretti rapporti consultivi tra la Banca d'Inghilterra e il Ministero del Commercio e dell'Industria.

2. Commercializzazione

Le banche inglesi sono sempre state molto attive nella commercializzazione dei prodotti assicurativi. La progressiva trasformazione delle *clearing banks* in «*financial supermarkets*» ha ulteriormente accresciuto l'importanza di questo ramo di attività. La tecnica prevalente consiste nel confezionamento di un insieme di servizi assicurativi standardizzati, che si presta agevolmente ad essere venduto *over-the-counter*, minimizzando i costi.

Repubblica federale tedesca

1. Aspetti proprietari

Le banche possono esercitare l'attività assicurativa attraverso affiliate giuridicamente autonome. Anche le compagnie di assicurazione possono esercitare l'attività creditizia mediante proprie società controllate; peraltro, la legge vieta a dette società di poter investire i propri fondi vincolati in partecipazioni di altre imprese — ivi comprese le banche — in misura superiore al 5 per cento del capitale dell'ente partecipato. Per contro, i fondi liberi di una compagnia di assicurazione possono essere investiti senza alcun limite.

La stessa legge di vigilanza sulle assicurazioni disciplina tutti i tipi di fondi in modo da garantire da una parte la maggiore certezza operativa e la redditività delle imprese interessate, dall'altra la liquidità della società e la diversificazione dei portafogli titoli.

Di fatto, l'importanza delle partecipazioni reciproche tra le banche e le compagnie di assicurazioni è relativamente modesta. Tra gli esempi più rilevanti di partecipazioni di banche in assicurazioni, si riporta il caso della compagnia di assicurazioni «Aachen-Münchener» che ha assunto di recente una larga partecipazione nella «Bank Für Gemeinwirtschaft».

E' ovviamente consentito che una holding controlli sia società bancarie che assicurative. Tra i casi più rilevanti, si ricorda il gruppo internazionale Allianz (che possiede in Italia la RAS).

2. Profili operativi

Le banche tedesche possono agire da intermediarie (in funzione di agenti) per le compagnie di assicurazione. Non è ammesso invece il contrario.

Le compagnie di assicurazione tedesche possono esercitare alcuni tipi di attività di prestito anche se di norma esistono limitazioni e particolari condizioni.

Negli ultimi tempi le banche tedesche hanno pertanto cominciato ad offrire programmi di risparmio abbinati a polizze di assicurazione sulla vita.

Spagna

1. Aspetti proprietari

In materia di rapporti partecipativi tra i due settori, vige in Spagna un regime assai liberale. Non sussiste infatti alcun limite per le partecipazioni azionarie delle banche nelle compagnie di assicurazione e viceversa. Anche in questo Paese, è ammesso che una società finanziaria capogruppo controlli sia banche che enti assicurativi.

Contrariamente a quanto avviene in Francia, in questo Paese vi è nella realtà una netta dominanza delle banche sul comparto assicurativo. Tutti i grandi gruppi bancari hanno la propria compagnia di assicurazione sotto forma di affiliata. Non esistono invece banche spagnole possedute da compagnie di assicurazioni, avendo quest'ultime ancora modeste partecipazioni nel settore creditizio.

2. Profili operativi

Di recente si è assistito ad un aumento rilevante dell'offerta e nella diffusione tra il pubblico di prodotti finanziari che prevedono programmi di risparmio abbinati ad assicurazioni.

La legge vieta alle banche la possibilità di svolgere il ruolo di dirette intermediarie delle compagnie di assicurazione, essendo consentito alle aziende di credito svolgere presso la propria clientela solo attività di consulenza in materia assicurativa. Esse però possono svolgere l'attività assicurativa indirettamente attraverso proprie affiliate.

Inoltre, esistono casse di risparmio che per atto costitutivo possono esercitare una limitata attività assicurativa. Tale facoltà (attraverso contabilità e vigilanza separata) è riconosciuta a livello statutario alla più grande cassa di risparmio nazionale; a seguito delle pressanti richieste degli operatori del settore assicurativo, recentemente sono stati posti a detta azienda limiti operativi più restrittivi per lo svolgimento dell'attività assicurativa.

D'altro canto, le compagnie di assicurazione possono agire da intermediarie delle banche e inoltre possono svolgere — a determinate condizioni — alcune attività di prestito al pubblico.

Le Casse rurali e artigiane Funzioni, quote di mercato, prospettive

*Relazione del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia, dr. Antonio Fazio,
al X Convegno Nazionale di Studio*

*«La legislazione sulle Casse rurali ed artigiane. 50 anni di Testo Unico: il presente e il futuro»,
organizzato dalla Federazione Italiana delle Casse rurali e artigiane*

Cefalù, 2-3 ottobre 1987

Introduzione

La prima Cassa rurale, cooperativa per l'esercizio del credito all'agricoltura sulla base della responsabilità solidale ed illimitata dei soci, venne fondata in Italia il 20.6.1883 a Loreggia, distretto di Camposampiero, provincia di Padova, dal signor Leone Wollemborg possidente in quel comune.

La nuova istituzione si chiamò «Cassa Cooperativa di Prestiti». Partecipavano alla fondazione e alla gestione il parroco, il sindaco, il medico condotto e il segretario comunale; si unirono a loro un certo numero di contadini, piccoli proprietari e fittavoli conduttori di poderi di limitata estensione; nel 1884 si contavano circa 90 soci.

Il modello, fedelmente riprodotto, era quello delle Casse Raiffeisen che aveva già avuto ampia e felice diffusione nei paesi di lingua tedesca.

Negli anni immediatamente successivi seguirono altre iniziative analoghe, nel complesso una diecina: nel Veneto, nel Friuli, in Toscana.

L'Enciclica «Rerum Novarum» del 1891 dette grande impulso all'impegno politico e sociale dei cattolici e, in tale contesto, alla fondazione di numerose cooperative di credito. Le regioni interessate furono ancora il Veneto, quindi la Lombardia, l'Emilia Romagna, il Piemonte, la Sicilia; fuori dei confini dell'Italia di allora, il Trentino.

Nel 1897 si contavano in Italia (confini del tempo) 904 Casse rurali, facenti capo per il 90 per cento a gruppi promotori cattolici.

Verso la fine dell'800 e nei primi anni del nuovo secolo, il numero delle Casse rurali e artigiane continuò ad espandersi notevolmente, favorito dalla congiuntura economica e monetaria.

La legislazione da rispettare era quella del Codice di Commercio; non esisteva ancora alcuna legislazione speciale attinente al settore del credito.

Alla fine del 1905 le Casse rurali censite nel Bollettino Ufficiale del Ministero dell'Agricoltura Industria e Commercio erano 1.386, così distribuite per regione:

	numero 442 nel Veneto;
»	257 in Emilia;
»	186 in Lombardia;
»	139 in Sicilia;
»	134 in Piemonte;
»	228 in altre regioni.

Le istituzioni di ispirazione cattolica rappresentavano ancora una percentuale elevatissima del totale e tendevano a raggrupparsi in Federazioni Diocesane e anche a livello nazionale; le altre erano ugualmente collegate tra di loro attraverso una Federazione Centrale.

La nascita e lo sviluppo delle cooperative di credito furono certamente dovuti all'impegno sociale e civile di gruppi di cittadini e di agricoltori, nonché all'esempio delle istituzioni Raiffeisen di lingua tedesca. Alla base del sorgere e della crescita delle stesse istituzioni si ritrovano però definite condizioni economiche e sociali; tra queste: lo spezzettamento delle aziende agricole; la povertà di capitali delle stesse, acuita anche dalla fiscalità particolarmente elevata, in quegli anni, del nuovo Stato unitario; la carenza di credito agrario per le piccole e medie aziende agricole da parte di grandi istituti di credito; la presenza dilagante in varie regioni dell'usura.

Si aggiunsero, a tali condizioni diffuse e permanenti, in taluni periodi, situazioni congiunturali negative per i prodotti agricoli. In altri periodi, anche tentativi di formare, in alcune regioni, piccole proprietà contadine attraverso lo spezzettamento dei latifondi.

Rispetto alle situazioni in cui il finanziamento agli agricoltori proveniva dall'usura, le nuove istituzioni permisero di espletare una attività di credito, adatta all'ambiente economico e sociale e ad innescare processi di sviluppo qualitativo e quantitativo della produzione, il cui valore aggiunto veniva reinvestito nella stessa attività. Mentre l'usura lasciava, infatti, immutata la distribuzione della ricchezza, o la peggiorava, l'esercizio del credito su base cooperativa metteva a disposizione dei prenditori del credito, cioè della comunità dei produttori, gran parte del valore aggiunto della produzione e della sua crescita.

La crisi e le difficoltà congiunturali dell'economia internazionale, e di riflesso dell'economia italiana nel 1906-1907, si fecero risentire anche sulla crescita e in particolare sulla numerosità delle Casse rurali: alla fine del primo decennio del nuovo secolo il loro numero diminuiva sensibilmente. Riprendeva però ad aumentare già negli anni immediatamente successivi e ancora durante il periodo di guerra e nella prima parte degli anni '20. Nel 1915 le Casse rurali e artigiane erano 2.597, nel 1920 erano 3.347; nel 1922 se ne censivano 3.441.

Nel 1930 il numero era disceso a 2.164 e nel 1936 a 1.202.

Il numero delle Casse e, coerentemente, il volume della loro attività furono certamente influenzati da atteggiamenti delle autorità politiche che, negli anni successivi al 1922, divennero ostili. Si attenuava anche, in alcuni casi, la spinta delle organizzazioni promotrici.

Un analogo andamento, anche se con oscillazioni meno accentuate, si rileva tuttavia per gli altri istituti di credito.

Si deve concludere che il volume di attività e la numerosità delle istituzioni di cui si discorre furono in primo luogo influenzati dalla congiuntura economica e creditizia.

La nascita e lo sviluppo avvenivano, come si è visto, in contesti economici e sociali precisi, ai quali rispondeva congenialmente l'istituzione

Cassa rurale, sia pure con adattamenti e modifiche nel corso del tempo.

La crescita e lo sviluppo non potevano, peraltro, non risentire delle fluttuazioni monetarie e creditizie, particolarmente pronunciate, che interessarono l'economia italiana negli anni che precedettero il nuovo assetto istituzionale definito dalla legge bancaria. Questa, analogamente a quanto avveniva in altri paesi industriali, nasceva come immediata reazione alla grande depressione degli anni '30, crisi nella quale era rimasto ampiamente coinvolto il sistema creditizio.

Il Testo Unico del 1937 definiva rigorosamente e rigidamente l'operatività delle Casse rurali e artigiane.

La riduzione del numero delle Casse rurali continuava dopo il 1936, fino al 1951. Il movimento risulta tuttavia perfettamente in linea con quanto rilevato per le altre categorie di aziende di credito, in particolare quelle ordinarie, costituite in forma di S.p.A. o di ditte bancarie, e per le banche popolari; si tratta di categorie nelle quali sono presenti numerosi organismi monocellulari o di limitate dimensioni.

La scomparsa di numerose aziende, mentre avveniva prima della legge del 1936 con perdite, anche notevoli, per i risparmiatori, negli anni successivi si attuava principalmente attraverso fusioni e incorporazioni che, per la quasi totalità delle Casse rurali e artigiane, risultavano nell'ambito della stessa categoria; in generale tali fusioni e incorporazioni non comportavano perdite per i depositanti.

Nel 1966 il Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio poneva, di fatto, un blocco alla creazione di nuove aziende di credito. Nel 1971 il blocco venne rimosso per le Casse rurali, che in tal modo hanno rappresentato l'unica categoria di aziende la cui numerosità poteva tornare ad accrescersi.

1. Le quote di mercato

E' presumibile che in alcune regioni, verso la fine dello scorso secolo e all'inizio del nuovo, la quota di mercato delle Casse rurali e artigiane sul credito erogato dal sistema bancario fosse abbastanza elevata. Per il solo credito all'agricoltura la

quota stessa era, in talune regioni, per qualche periodo, preponderante.

Intorno al 1926 i depositi fiduciari presso le Casse rurali superavano ampiamente il 4 per cento della raccolta di tutto il sistema bancario. La quota di mercato relativa ai prestiti era piú limitata, intorno al 2,5 per cento.

Il rapporto tra impieghi e depositi delle Casse rurali, pur essendo piú basso che per il resto del sistema, rimaneva elevato (in relazione ai valori attuali), secondo una caratteristica costantemente riscontrata in tali istituzioni e connessa alla funzione primaria per la quale le istituzioni stesse erano state create.

Nel 1937 la quota di depositi era discesa all'1,75 per cento; quella dei prestiti a meno dell'1,0 per cento.

L'evoluzione delle quote di mercato per gli anni dal 1960 in poi si evince dalla tavola 1.

Tav. 1

Quote di mercato delle Casse rurali e artigiane
(dati di fine anno)

ANNI	Depositi	Impieghi (1)	Sportelli
1960	1,2	0,8	8,2
1965	1,5	1,1	8,0
1970	1,8	1,3	7,3
1973	2,1	1,4	7,8
1977	2,7	2,4	8,0
1978	2,9	2,8	8,1
1980 (1)	3,4	3,3	8,2
1982	3,9	3,3	8,8
1983	4,4	3,4	9,0
1985	5,2	3,8	9,2

(1) Quote di mercato calcolate al lordo delle sofferenze.

Il progresso dal 1960 agli anni piú recenti risulta costante e rapido, sia per i depositi che per gli impieghi.

Per i depositi, in particolare, la quota di mercato cresce soprattutto nel corso degli anni '80. Nel 1980 le quote di impieghi e quelle dei depositi rispetto al sistema erano uguali; nel 1985 al 3,8

della prima (impieghi) corrisponde il 5,2 per i depositi.

Il numero delle aziende passa da 644 nel 1977 a 711 nel 1986; di fronte ad un numero totale di altre aziende immutato o in lieve regresso. La quota degli sportelli cresce piú rapidamente di quella delle aziende, ma meno della quota dei depositi (tav. 2).

Tav. 2

Numero medio degli sportelli delle Casse rurali e artigiane per singola azienda

ANNI	N. Sportelli (a)	N. Aziende (b)	$\frac{a}{b}$
1977	943	644	1,46
1978	977	646	1,51
1979	989	646	1,53
1980	1.001	650	1,54
1981	1.026	662	1,55
1982	1.130	669	1,69
1983	1.158	683	1,70
1984	1.174	691	1,70
1985	1.200	701	1,71
1986	1.329	711	1,87

Si rileva, dunque, dalla metà degli anni '70 uno sviluppo numerico delle Casse rurali e artigiane, accompagnato da un aumento piú che proporzionale della quota di sportelli (da 1,46 per azienda nel 1977 a 1,87 nel 1986), ma anche e soprattutto da un forte aumento del volume dei fondi intermediati.

In termini reali, deflazionata per l'indice dei prezzi al consumo, la raccolta delle Casse rurali ed artigiane aumenta, tra il 1976 e il 1985, del 6,3 per cento all'anno, contro un valore di 1,4 per il sistema bancario. Il volume dei prestiti, sempre in termini reali, si sviluppa, nello stesso periodo, del 3,2 per cento annuo, contro lo 0,4 del sistema bancario.

L'intermediazione del sistema delle Casse rurali si sviluppa, dunque, nel periodo considerato, in misura notevolmente piú rapida del prodotto interno lordo, cresciuto mediamente dell'1,6 per cento all'anno tra il 1976 e il 1985. Negli anni '80, in particolare, la crescita in termini reali dei depo-

siti e degli impieghi è rispettivamente del 7,1 e del 2,9 per cento (tav. 3).

Tav. 3

Variazioni medie annue in termini reali (1) di impieghi e depositi

PERIODI	Impieghi		Depositi	
	CRA	Sistema bancario (2)	CRA	Sistema bancario (2)
1976-1986	3,2	0,4	6,3	1,4
1980-1986	2,9	1,7	7,1	0,4
1976-1980	3,6	-1,5	5,0	3,0

(1) Dati deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. — (2) Campione mensile.

Un'analisi delle quote di mercato a livello regionale pone in luce una discreta uniformità di diffusione del fenomeno, probabilmente maggiore di quanto sarebbe stato lecito attendersi sulla base di considerazioni relative ai fattori storici e socio-economici che erano stati all'origine delle iniziative.

Tav. 4

Quota di mercato delle Casse rurali e artigiane nelle singole regioni (1)

REGIONI	Depositi	Impieghi	Sportelli
Piemonte	1,9	1,7	2,4
Val d'Aosta	1,8	3,6	2,8
Lombardia	4,2	2,4	5,9
Liguria	—	—	—
Trentino A. Adige	47,0	36,4	65,5
Veneto	7,2	5,3	11,0
Friuli Ven. Giulia	9,4	7,7	12,4
Emilia Romagna	5,0	3,3	6,8
Toscana	4,5	3,2	5,7
Umbria	1,9	1,5	4,1
Marche	6,9	5,9	9,2
Lazio	3,0	1,5	5,1
Abruzzi	3,3	3,0	5,0
Molise	2,0	1,2	6,8
Campania	3,2	2,8	7,9
Puglia	5,8	3,9	6,5
Basilicata	9,1	8,8	16,9
Calabria	6,4	5,6	13,5
Sicilia	6,1	5,2	9,2
Sardegna	0,1	0,1	0,7
Totale . . .	100,0	100,0	100,0

(1) Dati di fine 1985.

Salvo i casi estremi del Trentino-Alto Adige, da un lato, e di Piemonte, Valle d'Aosta, Liguria e Sardegna, dall'altro, in tutte le regioni la quota dei depositi delle Casse rurali, rispetto al sistema bancario, è compresa tra il minimo del 2 e il massimo del 9 per cento circa (tav. 4). Il fenomeno non è dunque la somma di realtà regionali, cioè locali, troppo diverse tra loro.

Soffermandosi a livello di grandi ripartizioni, si nota, comunque, che nell'Italia del Nord-Est è concentrata la metà degli sportelli e il 45 per cento circa degli impieghi e dei depositi di tutte le Casse rurali. Contribuiscono al totale, in primo luogo il Trentino-Alto Adige, quindi il Veneto.

Nell'Italia del Nord-Ovest si concentrano un quinto dell'attività e un settimo degli sportelli (tav. 5).

Tav. 5

Grado di concentrazione di depositi, impieghi e sportelli delle Casse rurali e artigiane nelle singole regioni (1)

REGIONI	Depositi	Impieghi	Sportelli
Piemonte	3,3	3,5	2,2
Val d'Aosta	0,1	0,1	0,1
Lombardia	18,4	18,3	11,7
Liguria	—	—	—
Totale Nord-Ovest . . .	21,8	21,9	14,0
Trentino A. Adige	19,8	18,2	30,4
Veneto	11,0	11,1	9,7
Friuli Ven. Giulia	4,4	5,1	3,8
Emilia Romagna	8,9	8,8	7,4
Totale Nord-Est . . .	44,1	43,2	51,3
Toscana	6,7	7,1	5,2
Umbria	0,5	0,5	0,8
Marche	3,3	3,7	3,2
Lazio	5,8	5,4	3,8
Totale Centro . . .	16,3	16,7	13,0
Abruzzi	1,0	1,0	1,1
Molise	0,1	0,1	0,2
Campania	3,4	3,3	3,8
Puglia	4,4	3,8	3,0
Basilicata	1,0	1,4	1,8
Calabria	1,9	2,1	2,8
Sicilia	6,0	6,5	8,9
Sardegna .....	..	..	..
Totale Sud e Isole . . .	17,8	18,2	21,7
Totale . . .	100,0	100,0	100,0

(1) Dati di fine 1985.

2. La struttura dei bilanci

Per il sistema bancario nel suo complesso, tra il 1980 e il 1986, gli impieghi passano dal 42,3 al 44,6 per cento della provvista; alla base di tale movimento stanno il rallentamento dei depositi negli anni '80 e l'accelerazione degli impieghi nel periodo successivo alla rimozione del massimale sul credito.

Per le Casse rurali la direzione del movimento è nettamente inversa: il rapporto si abbassa, tra il 1980 e il 1986, dal 52,6 al 40,6 per cento (tav. 6). Isolando le cinque maggiori Casse rurali e artigiane, con una massa fiduciaria a fine 1986 superiore a 200 miliardi, si nota per queste un andamento perfettamente identico a quello del totale della categoria: il rapporto si abbassa dal 50,1 al 37,3 per cento.

Tav. 6

Quozienti di bilancio (1)

AZIENDE	Intercred. att./ Provvista		Intercred. pass./ Provvista		Impieghi/ Provvista		Titoli/ Provvista		Sofferenze/ Impieghi		Patrimonio/ Provvista	
	1980	1986	1980	1986	1980	1986	1980	1986	1980	1986	1980	1986
Sistema + CRA	18,0	19,8	22,6	25,1	42,3	44,6	32,7	31,3	3,6	6,6	7,7	12,9
Totale CRA	21,4	22,9	1,3	1,6	52,6	40,6	30,1	42,7	2,2	6,6	7,4	13,6
Prime 5 CRA (2)	17,4	11,6	1,0	2,2	50,1	37,3	34,3	57,3	1,6	4,3	6,7	12,3
ICCREA	61,6	67,3	96,0	96,3	30,7	14,5	13,7	30,4	1,5	5,8	3,6	4,3

(1) Dati di fine anno. — (2) CRA con massa fiduciaria, a fine 86, superiore a 200 miliardi: CRA Roma, CRA Treviglio, CRA Cantù, CRA Faenza, CRA Carate Brianza.

L'evoluzione del rapporto, vale la pena di ricordarlo, è dovuta essenzialmente alla forte crescita del denominatore, cioè della raccolta; sul significato di questo andamento si tornerà più oltre.

Il volume di prestiti sull'interbancario rimane per il complesso delle Casse rurali elevato, ma non discosto da quello del totale del sistema. Netamente inferiore e di entità trascurabile com'era prevedibile è invece la raccolta sul comparto. Le cinque maggiori Casse rurali sono abbastanza attive sui prestiti interbancari, ma meno della media della categoria. L'istituto centrale raccoglie su tale mercato il 96 per cento della propria provvista.

Nel periodo considerato, l'andamento degli investimenti in titoli è speculare rispetto a quello degli impieghi; la quota sale, per le Casse rurali e artigiane, in misura uguale alla diminuzione del rapporto impieghi-depositi, mentre flette lievemente la quota dei titoli sulla provvista per il complesso del sistema bancario.

Nel corso degli ultimi sei anni le Casse rurali hanno ridotto sensibilmente la quota di investi-

menti in BOT e, anche in misura meno drastica, quella di BTP; è invece aumentato notevolmente l'investimento in CCT, che hanno in genere fornito buoni rendimenti (le Casse rurali e artigiane sono state sempre esonerate dal vincolo di portafoglio, né hanno dovuto investire in titoli emessi da Istituti di credito a medio termine). Alla fine del 1986 i CCT costituivano, al valore nominale, quasi i tre quarti di tutti gli investimenti in titoli della categoria (tav. 7).

Le sofferenze erano nel 1980 più basse che per il complesso del sistema bancario, ma a fine 1986 risultano esattamente sullo stesso livello; sono rimaste limitate per le cinque maggiori Casse, pur se in forte crescita nel periodo considerato.

Il grado di patrimonializzazione ha presentato nel tempo una evoluzione parallela a quella del totale del sistema; rimanendo peraltro sempre a livello leggermente più elevato (a fine 1986 13,6 per cento di patrimonio rispetto alla provvista per le Casse rurali e artigiane, contro 12,9 per il complesso del sistema bancario).

Tav. 7

Titoli detenuti dal sistema CRA (1)

(dati in miliardi)

AZIENDE	BOT		BTP		CCT		Altri		Totale	
	Consi- stenze	%	Consi- stenze	%	Consi- stenze	%	Consi- stenze	%	Consi- stenze	%
1980	554,6	22,4	459,4	18,6	642,9	26,0	818,1	33,0	2.475	100
1981	836,7	27,8	545,1	18,1	806,2	26,8	820,0	27,3	3.008	100
1983	1.217,9	18,1	681,8	10,1	3.585,0	53,2	1.248,3	18,6	6.733	100
1986	579,3	4,6	1.119,0	8,8	9.170,0	72,4	1.796,7	14,2	12.665	100

Titoli detenuti dal resto del sistema (1) (2)

(dati in miliardi)

AZIENDE	BOT		BTP		CCT		Altri		Totale	
	Consi- stenze	%	Consi- stenze	%	Consi- stenze	%	Consi- stenze	%	Consi- stenze	%
1980	33.596	27,4	7.827	6,4	12.439	10,2	68.544	56,0	122.406	100
1981	37.294	28,6	6.923	5,3	13.989	10,7	72.230	55,4	130.436	100
1983	45.654	24,0	7.263	3,8	55.208	29,1	81.769	43,1	189.894	100
1986	29.827	13,6	11.566	6,1	93.294	42,6	84.525	37,7	219.212	100

(1) Valori nominali. — (2) Campione mensile.

3. La clientela

Nel 1986 il cliente affidato presso le Casse rurali e artigiane prendeva a prestito, in media, 85 milioni, vale a dire un terzo di quanto prendeva, sempre in media, un cliente del sistema bancario (tav. 8).

Il numero degli affidati presso le Casse rurali era dunque circa il 10 per cento del totale riferito al sistema bancario, cioè tre volte la quota degli impieghi.

Per il totale del sistema bancario l'importo medio dell'esposizione complessiva per affidato, tra il 1975 e il 1986, si è all'incirca raddoppiato in termini nominali, ma si è più che dimezzato in termini reali; per le Casse rurali l'importo si è triplicato in lire correnti, diminuendo di un quarto in termini reali (tav. 8).

Tutti questi dati sono dedotti dalla Centrale dei rischi che, come noto, trascura gli affidamenti al di sotto di un certo minimo, crescente nel

tempo; la quota di esclusione è più importante per il sistema delle Casse rurali. Ciò significa che l'importo medio dei fidi è cresciuto per le Casse rurali meno di quanto rilevato, ma la quota di affidamenti è nettamente superiore al 10 per cento.

Oltre che alla riduzione del fabbisogno medio di credito per unità di prodotto, sperimentato negli anni di restrizione, la diminuzione, in termini reali, per l'importo medio dei fidi del sistema bancario, è da ricollegare anche, negli anni più recenti, al maggior ricorso di importanti operatori ad altre forme di finanziamento.

Nel 1986 i due terzi dei fidi delle Casse rurali e artigiane erano di importo inferiore ai 250 milioni e il 95 per cento di importo inferiore al miliardo; per il sistema bancario le proporzioni, per le due soglie suddette, erano rispettivamente 20 e 40 per cento, circa. Nel 1980 e, ancora più indietro, nel 1975 la quota di fido al di sotto dei 250 milioni era superiore all'attuale in relazione al diverso valore del metro monetario (tav. 8).

Tav. 8

Distribuzione del fido per classi di grandezza (1)
(quote percentuali)

CLASSI DI GRANDEZZA	1975		1980		1986	
	CRA	Totale	CRA	Totale	CRA	Totale
Oltre 50 miliardi	—	13,6	—	14,3	—	13,0
Da 10 a 49 miliardi	—	16,9	—	16,0	0,4	17,9
Da 1 a 9,99 miliardi	0,5	29,6	0,3	27,3	4,6	29,6
Da 250 a 999,9 milioni	6,3	17,3	11,2	17,6	28,9	19,6
Al di sotto di 250 milioni	93,2	22,6	88,5	24,8	66,1	19,9
Totale . . .	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Importo medio dei fidi (1)
(dati in milioni di lire)

AZIENDE	1975	1980	1986
		In termini nominali	
Casse rurali e artigiane	27,9	52,3	85,0
Totale sistema	122,7	171,6	237,9
	In termini reali (2)		
Casse rurali e artigiane	27,9	23,4	19,8
Totale sistema	122,7	76,7	55,5

(1) Dati di fine periodo della Centrale dei rischi. — (2) Dati deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo.

Per il sistema bancario la quota di crediti inferiore ai 250 milioni non era però di molto più elevata. Nella distribuzione dei fidi per classi di grandezza si ritrova quanto già rilevato in relazione all'importo medio dei fidi, l'aumento cioè, anche per le aziende di credito di maggiore dimensione, della quota dei piccoli crediti.

Dal lato dei depositi la differenza tra le Casse rurali e il resto del sistema bancario risulta molto attenuata. Nel 1980 la raccolta delle Casse rurali era costituita da depositi inferiori ai 50 milioni per l'80 per cento e quella del sistema bancario

per il 60; nel 1986 le proporzioni erano rispettivamente 60 e 53 (tav. 9); sempre alla stessa data le Casse rurali raccoglievano depositi di importo compreso da 500 milioni a 1 miliardo in misura pari al 2 per cento della raccolta, mentre per il sistema bancario questo tipo di depositi rappresentava il 4 per cento del totale.

Un'indagine sui settori finanziati pone in luce che gli impieghi delle Casse rurali erano nel 1986 indirizzati per l'86 per cento alle imprese non finanziarie; il sistema bancario nel suo complesso dirigeva verso le stesse imprese l'85 per cento dei

propri impieghi. Per converso, nelle Casse rurali, famiglie e istituzioni senza finalità di lucro ricevevano il 12 per cento dei prestiti contro il 4,5 delle banche (tav. 10).

All'interno del complesso delle imprese non finanziarie risulta una notevole omogeneità, tra Casse rurali e resto del sistema, per quanto riguarda l'importanza dei singoli settori. Le proporzioni dei prestiti alle imprese agricole, di produzione di mobilio e di impiantistica sono più elevate per le Casse rurali; la stessa proporzione è più bassa per le imprese metallurgiche e meccaniche. Essendo anche questi dati dedotti dalla Centrale dei rischi occorre tenere conto di una più elevata quota di piccoli prestiti che sfuggono alla rilevazione e che presumibilmente tendono ad accentuare le differenze.

Un'analisi a livello territoriale mostra come la quota di credito all'agricoltura, alle industrie alimentari e affini, alla costruzione e installazione di

Tav. 9

**Distribuzione dei depositi
per scaglioni d'importo (1)**
(quote percentuali)

CLASSI DI GRANDEZZA	1980		1986	
	CRA	Totale	CRA	Totale
Miliardi				
Da 50 a oltre	—	2,0	—	2,0
Da 10 a 49,9	—	3,4	0,2	2,8
Da 1 a 9,9	0,5	6,1	1,7	6,9
Milioni				
Da 500 a 999,9	0,7	3,0	2,0	3,9
Da 250 a 499,9	1,7	4,4	4,2	5,5
Da 100 a 249,9	6,3	9,6	14,0	12,1
Da 50 a 99,9	9,9	10,4	18,2	13,4
Da 0 a 49,9	80,9	61,1	59,7	53,4
Totale ...	100	100	100	100

(1) Dati della Centrale dei rischi.

Tav. 10

Distribuzione degli impieghi per settori di attività economica (1)
(quote percentuali)

SETTORI	1980				1981				1983				1986			
	Accordato		Utilizzato		Accordato		Utilizzato		Accordato		Utilizzato		Accordato		Utilizzato	
	CRA	Sist.	CRA	Sist.	CRA	Sist.	CRA	Sist.	CRA	Sist.	CRA	Sist.	CRA	Sist.	CRA	Sist.
Pubblica Ammin. ...	1,5	5,7	1,4	6,2	1,3	5,1	1,2	5,1	1,3	5,1	1,0	5,5	1,6	3,6	1,1	3,3
Imprese finanz. e assic.	0,2	2,7	0,1	2,9	0,2	2,6	0,1	2,8	0,2	3,2	0,2	3,4	0,3	7,2	0,4	7,4
Imprese non finan- ziarie	85,8	88,6	84,2	87,5	86,7	89,3	85,2	88,5	86,9	88,7	85,2	87,0	88,8	86,6	86,2	84,8
<i>di cui:</i>																
Agricol. foresta e pesca	13,4	3,6	14,1	4,1	12,6	3,5	12,9	4,2	11,9	3,5	12,2	4,3	9,2	3,0	11,0	4,1
Alimentari	5,7	7,1	5,3	6,8	5,4	6,9	5,1	6,7	5,3	6,5	4,9	6,4	4,9	6,5	5,0	6,2
Mobilio	5,5	1,3	5,3	1,4	5,4	1,3	5,3	1,4	5,2	1,2	5,2	1,4	4,3	1,1	4,8	1,4
Metall.-Meccan. ...	12,4	21,0	11,9	20,1	12,5	20,3	12,0	19,2	11,6	18,7	11,2	17,6	10,8	18,4	11,5	16,2
Impiantistica	13,3	8,3	13,5	10,1	13,6	8,1	14,0	9,8	14,0	8,3	14,4	10,2	13,3	8,2	14,4	10,9
Commercio	19,3	15,7	18,5	15,3	19,5	16,7	18,5	16,1	20,5	16,7	19,3	16,9	18,9	16,4	19,7	17,7
Istituz. senza fina- lità di lucro e famiglie	12,5	3,0	14,3	3,4	11,8	3,0	13,5	3,6	11,6	3,0	13,6	4,1	9,3	2,6	12,3	4,5
Totale ...	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(1) La tavola è costruita su dati rilevati dalla Centrale dei rischi. A causa dell'esistenza della «soglia minima di rilevazione», pari a 50 milioni di lire fino al febbraio 1984 e successivamente elevata a 80 milioni, la rappresentatività del campione censito di impieghi CRA è di poco superiore al 50%.

impianti, al commercio al minuto sia più elevata nel Mezzogiorno rispetto al resto del territorio nazionale. E' invece, in genere, inferiore la quota di prestiti ai settori della meccanica e ad altri, meno rappresentati in quella parte del territorio, ove prevalgono imprese di dimensione più ampie.

Da tutto quanto descritto si deduce che dal lato della raccolta le Casse rurali attingono allo stesso mercato al quale si rivolge il sistema bancario nel suo complesso.

Dal lato dei prestiti tendono invece a rivolgersi agli operatori con più limitate esigenze, nell'ambito, però, di tutte le categorie economiche.

La vocazione originaria di prestiti all'agricoltura permane, ma risulta fortemente attenuata per le limitate esigenze del settore rispetto alla dimensione globale del mercato del credito.

Senza richiamare limitazioni statutarie e problemi di localizzazione, sembra che si possa delineare una funzione del sistema delle Casse rurali consistente nel fornire il servizio del credito alle persone, all'agricoltura, alle imprese artigiane e, infine, alle imprese industriali e commerciali nella fase iniziale del loro sviluppo.

4. Produttività e strategie

Una quota importante degli sportelli delle Casse rurali e artigiane, il 60 per cento, fa capo ad

Tav. 11

Distribuzione degli sportelli delle CRA

Numero sportelli	Numero aziende	Quota %	Quote % cumulate
1	416	59,3	59,3
2	148	21,1	80,4
3	85	12,2	92,6
4	30	4,3	96,9
5	13	1,9	98,8
6	5	0,7	99,5
7	1	0,1	99,6
8	2	0,3	99,9
14	1	0,1	100,0

aziende monocellulari; l'80 per cento ad aziende con uno o due sportelli (tav. 11).

Un esame della localizzazione mostra che più della metà delle dipendenze delle Casse rurali e artigiane sono in piazze bancarie con uno o due sportelli; solo una quota minima delle stesse dipendenze, 1,5 per cento, è localizzata in piazze bancarie con 100 o più sportelli.

I concorrenti delle Casse rurali, effettivi e potenziali, sono rappresentati soprattutto dalle Banche popolari e cooperative e dalle Casse di risparmio; per queste categorie circa il 40 per cento degli sportelli è localizzato nelle piazze bancarie di minime dimensioni (tav. 12).

Tav. 12

Articolazione territoriale degli sportelli bancari

(composizione percentuale: situazione al 1985)

GRUPPI DI BANCHE	Piazze bancarie secondo il numero degli sportelli					Totale
	1 - 2	3 - 4	5 - 19	20 - 99	oltre 99	
Istituti di credito di diritto pubblico	25,6	16,5	23,8	13,3	20,8	100,0
Banche di interesse nazionale	0,6	4,8	28,8	25,2	40,6	100,0
Banche di credito ordinario	20,8	17,9	24,7	15,3	21,4	100,0
Banche popolari e cooperative	41,7	21,3	22,5	9,0	5,5	100,0
Casse di risparmio	39,3	19,0	21,6	12,1	8,0	100,0
Totale . . .	31,4	18,0	23,3	13,0	14,3	100,0

A fine 1985 uno sportello di una Cassa rurale e artigiana raccoglieva in media 21,4 miliardi e ne impiegava 8,3. Il resto del sistema bancario per ogni sportello raccoglieva una cifra pressoché doppia e impiegava per circa 3 volte (tav. 13) rispetto alle Casse rurali.

Tav. 13

Indicatori di produttività degli sportelli bancari (1)

REGIONI	Casse rurali e artigiane			Resto del sistema	
	N.ro Casse	Dep. sport. (2)	Imp. sport. (2)	Dep. sport. (2)	Imp. sport. (2)
Piemonte	17	31,3	12,8	40,6	18,6
Val d'Aosta	1	23,4	9,9	36,1	7,6
Lombardia	79	33,5	13,1	47,8	34,0
Liguria	—	—	—	40,1	19,1
Trentino A. Adige	181	13,8	5,0	29,6	16,5
Veneto	63	24,3	9,6	38,4	21,0
Friuli Ven. Giulia .	31	24,7	11,1	33,7	18,8
Emilia Romagna .	44	25,5	9,9	34,8	20,9
Toscana	38	27,6	11,4	35,5	20,9
Umbria	5	14,3	5,6	31,2	15,9
Marche	22	22,3	9,8	30,5	15,8
Lazio	33	33,2	12,0	57,2	41,6
Abruzzi	11	19,1	7,5	29,9	13,0
Molise	3	9,4	4,0	34,5	24,5
Campania	39	19,5	7,2	50,5	21,6
Puglia	28	31,4	10,6	35,4	18,1
Basilicata	16	11,3	6,2	23,2	13,1
Calabria	28	14,7	6,5	33,7	16,9
Sicilia	61	14,4	6,1	22,6	11,3
Sardegna	1	5,8	2,6	50,5	19,0
Totale . . .	701	21,4	8,3	39,2	22,8

(1) Dati di fine 1985. — (2) In miliardi di lire.

Analizzando l'andamento del fenomeno a livello regionale si rileva per le Casse rurali una forte variabilità, con una raccolta di più di 33 miliardi per sportello nella ricca Lombardia e meno di 6 nella Sardegna; la variabilità per il resto del sistema è più limitata. Anche dal lato degli impieghi l'ammontare è più disperso per le Casse rurali e artigiane rispetto al resto del sistema.

Il numero dei dipendenti presenti presso una unità operativa di una Cassa rurale è però nettamente inferiore a quello presente in media presso uno sportello di un'altra banca. I mezzi intermediati, definiti come impieghi a clientela ordinaria

più massa fiduciaria per impiegato, risultano così nettamente superiori presso le Casse rurali. A fine 1986, 3,3 miliardi contro 2,4 per il sistema bancario nel suo complesso (tav. 14); anche il costo medio del personale è più moderato per le Casse rurali.

Nelle aziende di maggiori dimensioni le prestazioni di servizi diversi dall'intermediazione del denaro sono più ampie. Depurati di tale componente (attribuendo ai servizi costi di produzione uguali ai ricavi), i costi della struttura operativa risultano per il sistema bancario nettamente inferiori: nel 1986 essi rappresentavano il 2,30 per cento dei capitali mediamente investiti nella gestione del denaro (impieghi, titoli, intercreditizio attivo), contro il 3,06 per le Casse rurali e artigiane (tav. 14).

Il costo medio della provvista per le Casse rurali era nel 1980 pressoché uguale a quello del sistema bancario; se ne è differenziato sensibilmente nel 1983 ed è ancora rimasto più elevato di circa 1,5 punti percentuali nel 1986.

Mentre tra il 1980 e il 1986 il costo medio della provvista per il sistema bancario è sceso di 2,2 punti percentuali, per le Casse rurali la diminuzione è stata solo di 0,8 punti. La differenziazione è stata in parte accentuata dalla raccolta diversa da quella ordinaria che nelle Casse rurali, come già visto, è poco rilevante.

In contropartita, il rendimento medio degli impieghi verso la clientela ordinaria è diminuito, nello stesso intervallo di tempo, di 1,7 punti per le Casse rurali e di 4,8 punti per il sistema bancario.

Nell'anno 1986 gli impieghi delle Casse rurali hanno reso 2 punti percentuali in più di quelli del sistema.

Anche il rendimento medio dei titoli è stato costantemente più elevato.

Quanto descritto ha comportato, in tutto il periodo esaminato, una redditività della gestione denaro sensibilmente più elevata per le Casse rurali rispetto al sistema, anche se il divario si è ridotto tra il 1980 e il 1986 da 2 punti percentuali a 1 punto, circa (tav. 14).

La maggiore redditività della gestione denaro ha permesso di assorbire senza gravi difficoltà i più alti costi di intermediazione sopra calcolati. La più elevata redditività degli investimenti in titoli, i benefici dell'esenzione della riserva obbliga-

Tav. 14

Indicatori di conto economico

VOCI	Anni	Totale CRA	5 principali CRA	Sistema complessivo di CRA
Costo medio provvista	1980	10,87	10,96	10,75
	1981	12,76	12,58	12,71
	1983	14,09	13,48	12,34
	1986	10,02	10,14	8,52
Costo medio provvista da clientela ordinaria	1980	10,93	11,03	10,50
	1981	12,78	12,61	12,15
	1983	14,16	13,57	12,87
	1986	10,03	10,14	8,76
Rendimento medio impieghi a clientela ordinaria	1980	21,08	21,04	22,10
	1981	24,47	23,94	24,94
	1983	24,71	23,54	23,29
	1986	19,33	18,79	17,31
Rendimento medio investimento titoli	1980	12,28	12,69	11,13
	1981	14,43	14,59	12,33
	1983	17,80	17,48	15,40
	1986	13,37	13,40	12,61
Redditività gest. denaro (1)	1980	6,06	5,73	4,14
	1981	6,94	6,48	4,35
	1983	6,17	5,95	4,30
	1986	5,35	5,09	4,39
Costi struttura operativa al netto apporto gest. servizi (1)	1980	3,05	3,17	2,48
	1981	3,39	3,29	2,18
	1983	3,40	3,10	2,63
	1986	3,06	2,79	2,30
Redditività operativa (1)	1980	3,01	2,56	1,66
	1981	3,55	3,19	2,17
	1983	2,77	2,85	1,67
	1986	2,29	2,30	2,09
Grado di intermediazione	1980	92,13	91,07	84,11
	1981	90,53	89,83	83,54
	1983	88,81	89,04	82,32
	1986	88,72	90,08	83,26
Rendimento minimo di equilibrio (2)	1980	13,84	14,24	13,09
	1981	16,00	15,92	14,48
	1983	17,20	16,51	14,48
	1986	12,88	12,63	10,48
Scarto minimo di equilibrio (3)	1980	2,97	3,28	2,34
	1981	3,24	3,34	1,77
	1983	3,11	3,03	2,14
	1986	2,86	2,49	1,96
Costo medio del personale (in milioni)	1980	24	24	30
	1981	29	29	33
	1983	39	38	46
	1986	50	48	60
Mezzi intermediati pro-capite (in milioni) (4)	1980	1.670	1.521	1.258
	1981	1.805	1.710	1.366
	1983	2.266	2.112	1.697
	1986	3.304	2.822	2.363

(1) Calcolati in rapporto all'attivo mediamente investito nella gestione denaro: impieghi al netto delle sofferenze, titoli, intercredito attivo. — (2) Livello minimo di rendimento dei capitali investiti necessario per coprire i costi della gestione del denaro e della struttura operativa. — (3) Spread minimo tra sistema dei tassi attivi e sistema dei tassi passivi ai fini dell'economicità di gestione. — (4) I mezzi intermediati sono dati dalla somma di impieghi a clientela ordinaria e massa fiduciaria.

toria (che si riflette in un più alto grado di intermediazione, cioè di impieghi e investimenti a tassi di mercato) hanno permesso una migliore remunerazione della raccolta che ha contribuito, insieme ad altre cause, alla rapida crescita della stessa, anche nella fase di disintermediazione del sistema bancario.

Pur con la limitazione di legge del 25 per cento di impieghi a favore di non soci, con un rapporto impieghi-depositi in netta flessione, si è creato uno spazio per l'espansione dei prestiti a tale clientela (non soci) superiore alla metà degli impieghi globali. Ciò ha, presumibilmente, favorito il mantenimento della quota di impieghi globali nel sistema bancario.

Le condizioni alle quali gli impieghi stessi sono stati concessi risultano sensibilmente più costose che per la media del sistema bancario. Va peraltro rilevato che nelle Casse rurali si tratta essenzialmente di prestiti per finalità produttive di limitate dimensioni; nel dato riferito a tutto il sistema bancario sono presenti quote elevate di prestiti di ampia dimensione e breve durata, concessi per finalità non direttamente produttive a tassi molto bassi.

Nel guadagno di quote dal lato dei depositi le Casse rurali sono state favorite dalla loro prevalente localizzazione in piccoli centri ove la concorrenza di altre forme di impieghi del risparmio è più limitata. Una struttura di insediamento analoga è presentata anche dalle Banche popolari e cooperative; che, per quanto riguarda la remunerazione dei depositi, hanno seguito una politica simile a quella delle Casse rurali.

La possibilità di mantenere tra gli impieghi una quota rilevante da destinare ai non soci ha permesso la presenza in tutti i settori non finanziari in misura non dissimile da quella rilevata per il sistema bancario nel suo complesso sia pure con importi di prestiti di ridotte dimensioni.

L'analisi degli abituali indicatori mostra una capacità delle Casse rurali e artigiane di competere con il sistema bancario in materia di raccolta e altresì di estensione del credito.

La maggiore remunerazione di depositi può probabilmente venire attribuita alla minore onerosità delle riserve cui sono sottoposte le Casse rurali, oltre che all'elevato rendimento dell'attivo.

Nell'estensione del credito appare attenuato un carattere specifico della categoria che si traduce in politiche di impiego a interessi limitati.

La minore dimensione media dei prestiti e l'assenza di impieghi speculativi determinano il più elevato rendimento medio dei prestiti; non risulta, comunque, almeno dai dati medi, un trattamento di favore per la clientela.

La direzione verso la quale il sistema delle Casse rurali si è mosso è stata dunque quella di ampliare la raccolta, trasferendo su tale versante i vantaggi di costo di tipo istituzionale. La presenza, tra gli impieghi, di una quota elevata erogata a non soci giustifica meno, coerentemente, una politica di trattamento preferenziale.

I descritti andamenti si sono verificati in una situazione, rilevabile per il sistema bancario nel suo complesso, di trattamenti non favorevoli per i prenditori di prestiti di minori dimensioni.

Una strategia alternativa, forse più vicina alla vocazione originaria della categoria, avrebbe condotto a una maggiore attenzione per la clientela minuta tipica delle Casse rurali; la raccolta avrebbe potuto essere coerentemente dimensionata.

5. Problemi e prospettive

La presenza prevalente in piccole piazze, con una conoscenza diretta tra persone preposte all'erogazione del credito e prenditori dello stesso, facilita la penetrazione in un mercato dei prestiti che è di scarso interesse o comunque di più difficile accesso per gli istituti maggiori.

La conoscenza diretta, tuttavia, dovrebbe essere utilizzata solo per favorire il contatto iniziale tra potenziali prenditori del credito e aziende; in casi troppo numerosi tale circostanza si trasforma in un punto di debolezza del sistema.

Le analisi dei fidi non approfondiscono talora, a sufficienza, i piani di investimento o comunque di attività degli imprenditori finanziati. I relativi piani finanziari sono inesistenti o carenti; l'approfondimento si limita all'esame della situazione patrimoniale.

I Consigli di Amministrazione non sempre seguono, nel corso del tempo, l'andamento degli af-

fidamenti. Si sovrappongono, in alcuni casi, problemi derivanti da non adeguate strutture amministrative.

Il controllo sindacale troppe volte non è sufficientemente incisivo.

Le carenze in materia di procedure e controlli nell'erogazione dei crediti sono comuni a quelle riscontrabili in altre categorie di aziende di credito aventi numerose piccole unità operanti a livello locale.

Nonostante il permanere in molti casi di difficoltà, va però dato atto alle Casse rurali e artigiane di notevoli sforzi nell'organizzazione dei sistemi informativi e contabili e dei controlli interni, basati su procedure elettroniche.

Nelle aree meno favorite del Paese, dove l'ambiente esterno può condizionare negativamente l'andamento economico delle istituzioni di cui si discorre, la quota di queste, con problemi, talora seri, nell'organizzazione e negli organi aziendali è troppo elevata.

Occorre interrogarsi a livello di organi federativi e nazionali sulla necessità di miglioramenti radicali in alcune strutture, ai fini della vitalità delle stesse.

Casi di disfunzioni organizzative e aspetti negativi nello stato degli impieghi, con sofferenze e incagli elevati, non sono assenti, tuttavia, nemmeno in istituzioni localizzate nelle aree più favorite del Paese.

La redditività, come già accennato, è in genere molto buona, ma, per quanto ora detto, può accoppiarsi a una elevata rischiosità dell'attivo.

Ove non sussistano elementi negativi, tale reddito può costituire la base per affrontare i costi dei miglioramenti organizzativi e per una ulteriore espansione dell'attività.

Le possibilità di espansione vanno viste, in primo luogo, nella direzione di una crescita, secondo ritmi normali, degli affidamenti alla clientela già servita. Verrebbero in tal modo favorite le condizioni locali di sviluppo soprattutto nelle regioni dove sono presenti numerose imprese di dimensioni appena superiori a quelle artigianali. Si osserva che la piccola impresa tende, in generale, ad aumentare il ricorso al credito.

Al riguardo, i dati tratti dall'archivio della Centrale dei bilanci evidenziano una crescente

propensione all'indebitamento bancario da parte delle unità industriali con meno di 20 addetti; nel periodo compreso fra il 1982 e il 1985 la loro esposizione bancaria complessiva è cresciuta, in rapporto al valore aggiunto, dal 77 al 96 per cento.

Un'ulteriore linea di espansione dell'attività, in termini reali, è costituita dalla prestazione di servizi di intermediazione a favore di categorie o di zone ancora non adeguatamente servite.

E' essenziale, tuttavia, che il credito venga erogato a tassi miti, consentiti dai privilegi di natura istituzionale, ritrovando in tal modo alcuni caratteri della vocazione originaria della categoria.

Il pericolo da evitare a questo riguardo è l'aumento della rischiosità dei prestiti. Specie nel Mezzogiorno si rilevano casi di eccesso di espansione del credito in alcune particolari direzioni. Occorre, però, dire che tali situazioni sono quasi sempre correlate ad aspetti organizzativi o, comunque, a carenza di analisi, o alla difesa di interessi che non coincidono con quelli del corretto impiego delle disponibilità fornite dai risparmiatori.

L'aumento di concorrenza, prevedibile nei prossimi anni, in conseguenza della liberalizzazione all'entrata nel mercato del credito anche di altre categorie di aziende, interesserà poco i centri minori e gli ambienti economici che costituiscono la naturale espansione delle attività delle Casse rurali e artigiane.

Ma rimane fondamentale l'esigenza di servire il mercato in condizioni di efficienza.

Come già incidentalmente rilevato nel paragrafo precedente, la prestazione da parte delle Casse rurali e artigiane di servizi diversi dall'intermediazione creditizia è molto più limitata rispetto al resto del sistema bancario. Ciò è perfettamente connaturato al tipo di istituzione, ma l'evoluzione delle comunicazioni e la crescita delle economie locali richiede ora, anche per le imprese più piccole, servizi che potranno essere forniti dalla categoria. Anche per le imprese minime la prestazione di servizi collaterali all'erogazione del credito diviene essenziale. Tali servizi potranno essere resi dalla singola azienda di credito, ma, in molti casi, più produttivamente, su base di cooperazione fra più aziende.

Circa la concorrenza che può derivare in generale al sistema bancario e alle Casse rurali in particolare da altre forme di intermediazione, la linea rimane quella già perseguita di organizzarsi su base associata per attività nel para-bancario e comunque nella gestione del risparmio. L'importanza di questi nuovi settori e le loro possibilità di crescita non vanno tuttavia estrapolate sulla base dell'esperienza degli ultimi quattro o cinque anni. Si tratta, infatti, di un periodo particolare nel quale le nuove forme di intermediazione ed erogazione del credito hanno iniziato ad operare ed è naturale che in tale fase iniziale il tasso di crescita possa risultare particolarmente elevato. Sintomi recenti in alcuni comparti danno l'impressione di una certa saturazione o, meglio, di entrata a regime dei nuovi fenomeni.

Conclusioni

L'idea della creazione di piccole unità per il credito, principalmente all'agricoltura, nacque in contesti sociali ed economici nei quali la presenza dell'usura rendeva particolarmente produttivo questo genere di attività.

Le nuove istituzioni, create, pur tra notevoli difficoltà, sull'onda di esempi esteri e di generose iniziative di motivati gruppi sociali, svolsero una importante funzione economica e, ancor più, sociale, favorendo il primo contatto tra piccole attività imprenditoriali, dapprima solo agricole in seguito di altra natura, e il mondo del credito.

Le istituzioni stesse, al pari di quanto avvenne più in generale per le banche, in assenza anche di una comprensione da parte del legislatore della possibilità di venire coinvolte nei cicli destabilizzanti dell'economia, subirono le vicende di tutto il sistema creditizio. Le difficoltà dei periodi di crisi portarono alla scomparsa di molte piccole istituzioni, più fragili per la maggiore concentrazione del credito nonché per l'endemica diffusione di carenze organizzative, con perdite per i risparmiatori.

Un assetto sufficientemente stabile fu raggiunto con la Legge Bancaria del 1936 e con il Testo Unico del 1937. Le limitazioni operative vennero graduate interpretando la funzione delle Casse rurali e artigiane in relazione alle esigenze

economiche dell'epoca, ma altresì tenendo conto delle difficoltà che il sistema bancario e la categoria in particolare, avevano sperimentato negli anni più recenti.

Tra il periodo successivo alla crisi del 1929 e il 1960 la quota di mercato delle Casse rurali e artigiane non ha mostrato significative variazioni, oscillando intorno all'1 per cento, sia per i depositi che per gli impieghi.

Dopo il 1960 inizia una espansione costante legata presumibilmente a una maggiore penetrazione nel mercato dei piccoli prestiti e a uno sviluppo delle economie locali. In seguito, negli anni '70, aumentano gli sportelli, le aziende e, in misura più decisa, le quote di mercato.

Negli anni più recenti si manifesta una tendenza all'acquisizione di quote ancora crescenti di depositi, attraverso una competitiva remunerazione degli stessi, che permette di espandere gli impieghi anche al di fuori dell'ambito tradizionale degli associati.

La quota degli impieghi sul mercato totale del credito non riesce però a seguire la crescita dei depositi; le condizioni tradizionalmente più competitive di offerta del credito appaiono, in quest'ultimo periodo, attenuate. Nel complesso, comunque, l'attività delle Casse rurali mostra, a partire dalla metà degli anni '70 e specialmente negli anni più recenti, una crescita consistente in termini reali.

Probabilmente le possibilità di crescita non sono esaurite.

L'ulteriore penetrazione nel comparto dei piccoli crediti, a servizio di tutte le categorie economiche e l'offerta di servizi adeguati alle nuove realtà dell'economia, anche nei centri minori e sulle piazze bancarie di più piccole dimensioni, richiede però un ritorno più deciso alla caratteristica originaria di offerta del credito a tassi convenienti a un numero maggiore di associati, da reperire a livello comunale o anche intercomunale (date le nuove possibilità operative) tra categorie più ampie di piccoli operatori economici.

Al riguardo, un trattamento di favore, soprattutto dal punto di vista del controllo monetario, si giustifica solo nella misura in cui l'originaria vocazione e lo spirito mutualistico vengano costantemente ricercati e coerentemente perseguiti.

**Audizione del dr. Carlo A. Ciampi, Governatore della Banca d'Italia,
innanzi alle Commissioni Riunite
V del Senato della Repubblica e V della Camera dei Deputati**

*nell'ambito dell'attività conoscitiva preliminare
all'esame del bilancio di previsione dello Stato per l'anno 1988*

Roma, 6 ottobre 1987

1. Nell'audizione dell'ottobre dell'anno scorso innanzi a queste Commissioni sottolineai la necessità di eliminare la fonte primaria degli squilibri della finanza pubblica, quella costituita dal fabbisogno al netto degli interessi. L'obiettivo di azzerare entro il 1990 il disavanzo primario del settore statale era stato indicato nel piano di risanamento presentato dal Governo pochi mesi prima. Il progressivo alleggerimento della pressione esercitata dal Tesoro sul mercato dei capitali avrebbe reso possibile ridurre l'onere per interessi, retaggio del debito accumulato negli anni passati.

Nel 1987, la discesa dei tassi, avvenuta nell'anno precedente in connessione con il forte calo dell'inflazione, ha consentito, dopo anni di continui aumenti, di mantenere pressoché invariata la spesa per interessi, nonostante l'espansione del debito da 767.000 a 878.000 miliardi. Detta spesa (inclusa quella attinente alla raccolta postale) sarà dell'ordine di 75.000 miliardi, a fronte dei 73.500 del 1986; se, ai fini di un raffronto omogeneo, si sottrae il gettito dell'imposta sui frutti dei titoli pubblici, l'onere per interessi previsto nell'anno in corso si colloca sugli stessi livelli del 1986. In rapporto al prodotto interno lordo l'onere lordo per interessi scenderà fra i due anni dall'8,2 al 7,7 per cento (tav. 1).

In base alle stime ufficiali, il fabbisogno al netto della spesa per interessi, cioè la fonte dello squilibrio della finanza pubblica, si ridurrà solo leggermente, da 36.000 a 34.000 miliardi. Secondo il piano di risanamento governativo, esso avrebbe invece dovuto ridursi di circa 10.000 miliardi, consentendo di contenere il fabbisogno complessivo entro 100.000 miliardi.

L'obiettivo di ricondurre il fabbisogno dello Stato verso il 10 per cento del prodotto, mancato

nell'anno in corso, viene riproposto con la nuova Legge finanziaria per il 1988, anche se ciò significa aver abbandonato l'obiettivo più ambizioso, indicato nel piano di risanamento a medio termine, che fissava in 90.000 miliardi il limite del fabbisogno complessivo dello Stato. E' peraltro da osservare che nello stesso anno 1988, dato l'aumento del debito e la sostanziale stabilità dei tassi, l'onere degli interessi è previsto salga da 75.000 a 83.000 miliardi, per cui il disavanzo al netto degli interessi dovrebbe scendere da 34.000 a 26.000 miliardi, portandone l'incidenza sul prodotto interno lordo dal 3,5 al 2,5 per cento.

Il raggiungimento di questo obiettivo implica un'azione incisiva sulle diverse componenti dell'entrata e della spesa. I provvedimenti di accompagnamento della Legge finanziaria, preannunciati dal Governo, dovranno fornire la necessaria coerente strumentazione e affrontare, insieme all'aspetto quantitativo, quello del miglioramento dell'efficienza del settore pubblico.

Nel maggio scorso, riconoscendo la necessità di un'azione correttiva anche dal lato delle entrate, sottolineai l'opportunità di intervenire soprattutto per ridurre le aree di elusione, di evasione e di erosione degli imponibili. Il Governo ha annunciato ora di voler far ricorso all'aumento delle aliquote di alcune imposte indirette per accrescere in tempi brevi le entrate e per riequilibrarne il rapporto con l'imposizione diretta. Ma l'aumento delle imposte indirette provoca effetti di impatto «meccanici» di rialzo del livello dei prezzi. E' un costo non indifferente, e non scevro di pericoli: per riassorbirlo in tempi brevi occorre che la manovra complessiva di politica economica sia tale da incidere sulle aspettative e sulle determinanti ultime del processo inflazionistico, tanto dal lato della domanda quanto dal lato dei costi,

Tav. 1

Fabbisogno, interessi e debito del settore statale

ANNI	Fabbisogno (miliardi)	% PIL	Spesa per interessi (miliardi)	% PIL	Fabbisogno al netto della spesa per interessi (miliardi)	% PIL	Debito al 31 dicembre (valori nominali, miliardi)	% PIL
1980.....	35.886	9,2	19.235	4,9	16.651	4,3	212.671	54,5
1981.....	49.596	10,6	27.328	5,8	22.268	4,8	267.755	57,2
1982.....	70.692	13,0	38.914	7,1	31.778	5,8	342.173	62,8
1983.....	88.257	14,0	47.105	7,5	41.152	6,5	433.601	68,7
1984.....	95.388	13,2	57.579	8,0	37.809	5,2	531.940	73,8
1985.....	110.237	13,7	63.558	7,9	46.679	5,8	656.562	81,5
1986.....	109.586	12,3	73.525	8,2	36.061	4,0	767.432	85,8
			(73.206)	(8,2)	(36.380)	(4,1)		
1987 (1).....	109.000	11,2	75.000	7,7	34.000	3,5	878.000	90,4
			(73.200)	(7,5)	(35.800)	(3,7)		

(1) Elaborazioni su stime del Ministero del Tesoro.

N.B. Tra parentesi sono indicati la spesa per interessi e il fabbisogno «primario» al netto del gettito della ritenuta per l'imposta sostitutiva sugli interessi dei titoli pubblici.

in modo da piegarne verso il basso le tendenze di fondo. Solo ricostituendo attese di rallentamento dell'inflazione può essere superato il conflitto fra una politica monetaria rivolta alla stabilità e le esigenze, pressanti, di finanziamento del fabbisogno e di gestione del debito pubblico. Il permanere di questo conflitto non potrebbe non ripercuotersi sui livelli dei tassi di interesse.

2. Il quadro programmatico, delineato l'autunno scorso per il 1987, scontava uno sviluppo sostenuto dell'economia mondiale e una politica economica in grado di prolungare gli andamenti positivi del 1986. Mercè il favorevole andamento della domanda mondiale, la bilancia dei pagamenti correnti avrebbe ancora registrato un avanzo di circa 6.000 miliardi di lire. La crescita del prodotto interno lordo avrebbe superato il 3 per cento. L'inflazione avrebbe dovuto ulteriormente discendere, considerando sia il deflatore del prodotto interno lordo, sia i prezzi al consumo.

Sulla base di questo quadro macroeconomico e dell'impegno di ricondurre il fabbisogno totale a 100.000 miliardi, la Banca d'Italia delineò un quadro finanziario, i cui punti salienti erano rappresentati da un'espansione dei finanziamenti al settore non statale del 7 per cento (con un mar-

gine di più o meno due punti percentuali per tenere conto dei fenomeni di instabilità connessi al mutamento della struttura finanziaria) e da una crescita della moneta — nella definizione di M2 — compresa tra il 6 e il 9 per cento. Data la previsione del fabbisogno dello Stato, il credito totale interno sarebbe cresciuto dell'11 per cento circa e le attività finanziarie complessive intorno al 12.

Il preconsuntivo dell'anno in corso mostra significative differenze rispetto a quel quadro programmatico. Il fabbisogno statale, nonostante le misure prese a fine agosto, dovrebbe restare sul livello dello scorso anno, cioè 10.000 miliardi più alto del previsto. Lo sviluppo dell'attività produttiva sarà sostanzialmente conforme alle previsioni. La bilancia dei pagamenti correnti dovrebbe chiudersi in pareggio, anziché presentare un avanzo. A fine anno il tasso di inflazione al consumo dovrebbe risultare, a distanza di dodici mesi, in aumento di circa 1 punto rispetto a quello implicito nell'obiettivo medio annuo. I risultati suddetti sono stati influenzati, in parte, da un'evoluzione dell'economia internazionale meno favorevole dell'atteso.

Il controllo delle variabili monetarie e finanziarie ha richiesto una successione di interventi nel corso dell'anno.

Sul finire del 1986 i tassi interbancari erano saliti di un punto percentuale, superando il 12 per cento. Dopo il riallineamento nello SME del 12 gennaio si sono sviluppati forti afflussi di capitali, sia attraverso le banche sia attraverso gli altri canali: ciò consentiva il ritorno a condizioni più distese sul mercato monetario. Il Tesoro si finanziava a tassi nuovamente in diminuzione: nei primi quattro mesi dell'anno il tasso sui BOT a tre mesi scendeva di circa 60 centesimi, quello a un anno di quasi 40, fino al 9,6 per cento, al lordo della tassazione. Il 13 marzo, il tasso di sconto veniva ridotto dal 12 all'11,5 per cento.

Cominciava tuttavia a costituire motivo di preoccupazione la crescita dei finanziamenti al settore non statale in eccesso al margine superiore della fascia programmata, da parte sia delle banche sia degli istituti di credito speciale. In febbraio si espandevano soprattutto gli impieghi in valuta.

Una prima risposta fu data introducendo, sempre il 13 marzo, la riserva obbligatoria sugli aumenti della raccolta netta in valuta delle banche. Ciò al fine di rendere meno conveniente l'afflusso di capitali esteri a breve attraverso le aziende di credito. La misura completava, sul piano istituzionale, l'armamentario di controllo delle passività bancarie.

Nella primavera le preoccupazioni sull'evoluzione congiunturale assumevano consistenza. La Banca d'Italia lo segnalava più volte in pubbliche occasioni: una domanda mondiale più debole dell'atteso; una domanda interna eccedente in misura superiore al previsto la crescita del prodotto interno lordo; una espansione del disavanzo pubblico superiore all'obiettivo; una elevata formazione dei redditi, alimentata nel settore privato e pubblico da rinnovi contrattuali spesso al di là dei «tetti prefissati»; una tendenza al peggioramento delle partite correnti della bilancia dei pagamenti; l'esaurirsi della fase di diminuzione del tasso di inflazione; l'indebolimento della domanda di titoli dello Stato e l'accelerare della crescita dei depositi e soprattutto dei prestiti in lire.

Agendo attraverso i finanziamenti concessi alle aziende di credito, la Banca d'Italia spingeva al rialzo i tassi a breve: la media mensile del tasso overnight, pari al 9 per cento in aprile, oscillava nel trimestre maggio-luglio tra il 10,5 e l'11,5 per cento; la liquidità bancaria veniva mantenuta

sotto i 4.000 miliardi. A più riprese la Banca d'Italia invitava le banche a moderare la crescita degli impieghi, osservando come questa eccedesse di molto l'aumento del reddito e degli investimenti e fosse concentrata in operazioni a favore delle grandi imprese con utilizzi prevalentemente finanziari.

Nella condotta della politica monetaria ancora una volta le esigenze di controllo macroeconomico confliggevano con le esigenze di finanziamento dello Stato.

All'inizio di luglio, per assicurare il finanziamento sul mercato del crescente fabbisogno pubblico, si rendeva necessario un aumento del rendimento dei titoli di Stato: il tasso dei BOT a dodici mesi veniva rialzato di quasi un punto percentuale, al 10,6 per cento, al lordo della tassazione; di altrettanto veniva accresciuto il rendimento dei BTP, mentre la prima cedola dei CCT veniva aumentata di circa mezzo punto. In media, nel mese di agosto il tasso sul mercato overnight saliva in prossimità del 13 per cento.

In una situazione, quale quella sopra descritta, caratterizzata da motivi di incertezza derivanti dall'intreccio di obiettive situazioni tecnico-economiche con una delicata fase politica pre-elettorale e post-elettorale, si inseriva una pressione sul cambio volta a provocare un riallineamento della lira nello SME.

Le misure valutarie di liberalizzazione assunte nel maggio, in attuazione del disegno di pervenire a una maggiore libertà nelle relazioni finanziarie con l'estero, implicavano uscite di capitali derivanti da una domanda arretrata di portafoglio estero: l'entità di quelle uscite doveva trovare, e di fatto trovava, compenso nel consueto andamento positivo delle partite correnti nei mesi estivi. Ma su quel previsto fenomeno si inseriva una fuoriuscita notevole di capitali a breve termine.

Il movimento assumeva improvvisa ed eccezionale violenza alla vigilia di Ferragosto: la pronta reazione sul mercato da parte della Banca d'Italia lo rintuzzava. Il 27 di quel mese, in coerenza con l'interpretazione congiunturale sopra riferita di eccesso della domanda interna e del disavanzo pubblico, veniva assunto un pacchetto di provvedimenti di natura fiscale (prelievo di 3.500 miliardi) e monetaria (aumento del tasso di sconto al 12 per cento). Nell'occasione, al fine di ridurre le incertezze degli operatori, veniva antici-

pato di un mese il raddoppio dell'aliquota della ritenuta sui titoli di Stato, dal 6,25 al 12,50 per cento e, contemporaneamente, veniva rialzato il rendimento dei titoli stessi in modo da compensare completamente, per le persone fisiche, l'inasprimento fiscale.

La calma subentrata nel mercato dei cambi dopo la fiammata di Ferragosto si rivelava una pausa; con il settembre la pressione riprendeva, assumendo particolare forza alla vigilia della riunione dei Ministri finanziari e dei Governatori delle banche centrali della CEE dell'11-12 settembre; la riunione era ritenuta da alcuni un'occasione utile per un riallineamento delle parità nello SME. Anche gli impieghi in lire, dopo un temporaneo ripiegarsi a luglio, riacceleravano ad agosto (tav. 2). La domanda di titoli di Stato a medio e a lungo termine continuava a mostrarsi fiacca e la copertura del fabbisogno pubblico avveniva in misura crescente con sottoscrizioni di titoli a breve. Si manifestava la necessità di una manovra che avesse un deciso impatto sul mercato: di qui i provvedimenti del 13 settembre.

Tav. 2

Andamenti degli aggregati monetari e creditizi
(variazioni percentuali)

VOCI	1985	1986	1986 gen.-ago. (1)	1987 gen.-ago. (1)
Depositi bancari	10,1	8,9	6,3	7,2
Prestiti bancari	15,6	9,7	6,1	11,3
di cui: in lire	21,9	8,5	4,5	14,0
Finanziamenti al sett. non statale	12,9	11,5	8,9	11,3
Credito totale interno	18,1	15,1	13,6	13,4

(1) Tassi di crescita annualizzati al netto della componente stagionale; per il 1987 dati provvisori.

Le misure valutarie, agendo sui conti valutarie delle imprese e sulla possibilità di anticipare i pagamenti e differire gli incassi in valuta, sono destinate a restringere i margini di manovra della speculazione contro la lira. Il massimale sugli impieghi in lire serve a ostacolare il flusso di credito, che alimenta le pressioni valutarie, e a incentivare l'afflusso di capitali bancari dall'estero sul quale non pesa più, dopo l'azzeramento dell'aliquota,

l'obbligo di riserva. La temporaneità di entrambe le misure rende chiara la loro funzione di collegamento tra i provvedimenti presi a luglio ed agosto, prima descritti, e quelli che deriveranno dalla Legge finanziaria.

Sul mercato dei cambi la situazione tecnica si è rovesciata di colpo: tra il 13 settembre e la fine del mese il recupero di riserve valutarie, a un tasso di cambio della nostra valuta con il marco disceso di circa 4 lire, è stato di oltre 5 miliardi di dollari, compensando quasi per intero i deflussi avutisi nell'agosto e nella prima decade di settembre. L'afflusso di valuta è continuato nei primi giorni di ottobre.

3. Il massimale è stato disegnato per riportare il tasso di crescita dei prestiti bancari in lire dal 14 per cento, su base annua, registrato ad agosto, all'8 per cento alla fine del 1987, valore coerente con lo sviluppo del reddito nell'anno. Il rientro non dovrebbe essere particolarmente difficile per le banche, né gravoso per il sistema produttivo dato che, come alcune prime indicazioni sembrano confermare, esso dovrebbe avvenire principalmente attraverso il taglio di impieghi di grosso importo a tassi molto bassi. In relazione all'espansione degli investimenti in macchine e attrezzature, più accentuata potrà risultare, a fine anno, la crescita dei prestiti degli istituti di credito speciale. Questi sono stati invitati dalla Banca d'Italia a non sostituirsi alle banche nella concessione del credito a breve. Come risultato degli andamenti degli impieghi bancari e di quelli degli ICS e delle notevoli emissioni di obbligazioni da parte del settore non statale, il finanziamento totale a questo settore dovrebbe aumentare nell'anno entro o poco al di sopra del margine superiore della fascia prevista. L'espansione di M2 dovrebbe iscriversi all'interno della fascia di crescita programmata.

Complessivamente è prevedibile che il credito totale interno cresca del 13 per cento circa, pari a 150 mila miliardi, rispetto all'11 per cento programmato. Al suo interno si conferma la prevalenza dell'indebitamento dello Stato, che raggiungerà il 70 per cento del credito totale, contro il 30 per cento affluito al settore privato.

Nonostante il peggioramento della bilancia dei pagamenti e il volgersi dei risparmiatori agli investimenti in titoli esteri, la crescita maggiore del previsto del credito sosterrà quella delle attività finan-

ziarie sull'interno, che dovrebbero aumentare di 142.000 miliardi, pari al 13 per cento circa. Un'espansione di questa entità, seppure superiore di un punto percentuale al tasso programmato, rappresenta un rallentamento netto rispetto al 17 per cento del 1986. Molto inferiore rispetto all'anno scorso dovrebbe risultare, nel flusso di questo aggregato, il peso delle quote dei fondi comuni. Infatti, l'acquisizione di queste attività, come pure quella diretta di azioni, è stata fortemente ridimensionata dal ripiegarsi delle quotazioni azionarie e dall'esaurirsi stesso della fase di aggiustamento dei portafogli, connessa con l'introduzione e lo sviluppo dei nuovi intermediari in titoli.

L'insieme degli eventi che ho finora descritto si è accompagnato a una crescita della base monetaria, nei primi nove mesi dell'anno, di 6.500 miliardi circa, corrispondenti a un tasso annualizzato dell'11 per cento. Nel determinare questa crescita, dominante è stato l'effetto del finanziamento del Tesoro, pari nel periodo a oltre 13.000 miliardi (tav. 3), mentre il settore estero ha distrutto base monetaria per 3.500 miliardi. Nella restante parte dell'anno la crescita della base monetaria dovrà rallentare e la sua composizione riequilibrarsi attraverso una espansione limitata del finanziamento fornito dalla Banca d'Italia al Tesoro.

Tav. 3

Finanziamento del fabbisogno statale

VOCI	1982	1983	1984	1985	1986	1987 (*) gen.-set.
<i>(miliardi di lire)</i>						
Fabbisogno	72.702	88.257	95.388	122.828	110.192	84.611
(escluse regolazioni debiti pregressi)	(70.692)	(88.257)	(95.388)	(110.237)	(109.586)	(84.521)
Copertura						
Titoli sul mercato (1)	51.651	74.830	75.431	72.196	87.463	67.131
di cui: BOT	28.609	7.315	19.134	-1.837	8.295	14.349
titoli a medio e a lungo termine	23.042	67.515	56.297	74.033	79.168	52.782
Titoli emessi per consolidamenti	712	—	—	10.403	—	—
Raccolta postale e debiti esteri (2)	7.663	8.914	9.930	12.710	11.735	4.155
Base monetaria	12.676	4.514	10.027	27.519	10.994	13.325
di cui: c/c Tesoreria e ant. straord. (3)	6.598	-622	10.554	6.340	4.525	8.559
<i>(composizioni percentuali)</i>						
Fabbisogno	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Copertura						
Titoli sul mercato (1)	71,0	84,8	79,1	58,8	79,4	79,3
di cui: BOT	39,3	8,3	20,1	-1,5	7,5	17,0
titoli a medio e a lungo termine	31,7	76,5	59,0	60,3	71,9	62,3
Titoli emessi per consolidamenti	1,0	—	—	8,5	—	—
Raccolta postale e debiti esteri (2)	10,6	10,1	10,4	10,3	10,6	4,9
Base monetaria	17,4	5,1	10,5	22,4	10,0	15,8
di cui: c/c Tesoreria e ant. straord. (3)	9,1	-0,7	11,1	5,2	4,1	10,1

(1) Esclusi quelli ceduti dalla Banca d'Italia a fronte di anticipazioni ex D.M. 27.9.1974. — (2) Inclusive le voci minori. — (3) Nel 1983 e nel 1984 venne, rispettivamente, concessa e rimborsata l'anticipazione straordinaria di 8.000 miliardi. — (*) Dati provvisori e in parte stimati.

Tav. 4

Consistenza del debito del settore pubblico (1)

(dati di fine periodo - valori nominali)

VOCI	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987 (*) settembre
<i>(consistenze in miliardi di lire)</i>											
BOT	32.297	37.966	47.562	72.764	106.456	139.481	150.442	159.332	172.472	182.243	196.601
Titoli a medio e a lungo termine	49.809	70.273	79.767	77.788	85.449	109.784	180.225	244.107	339.641	427.195	486.161
di cui: BTP ...	7.500	17.170	18.819	17.102	21.024	19.354	23.109	31.778	36.003	70.856	84.901
CCT ...	5.493	15.143	25.348	28.090	30.982	59.018	126.085	182.702	262.399	315.379	350.181
Racc. postale ...	19.234	24.105	30.853	33.048	35.639	39.225	44.162	50.219	59.487	70.787	75.188
C/c tesoreria e ant. straordinaria (2)	4.796	6.706	10.182	19.126	25.312	31.910	23.288	41.842	48.182	52.707	61.256
(limite c/c Teso- reria)	(7.782)	(11.195)	(15.358)	(20.595)	(25.331)	(29.620)	(36.757)	(43.124)	(51.142)	(57.761)	(61.931)
Debiti esteri ...	1.616	1.941	2.392	3.433	6.578	9.731	12.505	16.285	18.204	17.377	18.355
Altri debiti	16.192	17.215	19.900	22.082	23.696	31.334	44.739	48.416	43.739	42.430	43.813
Totale ...	123.944	158.206	190.657	228.240	283.130	361.466	455.361	560.200	681.726	792.738	881.374
<i>(composizione percentuale)</i>											
BOT	26,0	24,0	25,0	31,9	37,6	38,6	33,0	28,4	25,3	23,0	22,3
Titoli a medio e a lungo termine	40,2	44,4	41,8	34,1	30,2	30,4	39,6	43,6	49,8	53,9	55,2
di cui: BTP ...	6,1	10,9	9,9	7,5	7,4	5,4	5,1	5,7	5,3	8,9	9,6
CCT ...	4,4	9,6	13,3	12,3	10,9	16,3	27,7	32,6	38,5	39,8	39,7
Racc. postale ...	15,5	15,2	16,2	14,5	12,6	10,8	9,7	9,0	8,7	8,9	8,5
C/c tesoreria e ant. straordinaria (2)	3,9	4,3	5,3	8,4	8,9	8,8	5,1	7,5	7,1	6,6	6,9
Debiti esteri ...	1,3	1,2	1,3	1,5	2,3	2,7	2,8	2,9	2,7	2,2	2,1
Altri debiti	13,1	10,9	10,4	9,6	8,4	8,7	9,8	8,6	6,4	5,4	5,0
Totale ...	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Debito pubbl. PIL (3) %				58,5	60,5	66,3	72,1	77,7	84,6	88,6	(4) 93,4

(1) Il debito del settore pubblico include, oltre ai debiti degli enti appartenenti al settore statale (Stato, Cassa DD.PP. Agenzia per il Mezzogiorno, Aziende autonome statali), anche quelli degli enti locali, degli istituti di previdenza e di altri enti delle amministrazioni centrali. Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. — (2) Negli anni 1983 e 1984 fu, rispettivamente, concessa e rimborsata l'anticipazione straordinaria di 8.000 miliardi. — (3) Dati disponibili solo dal 1980. — (4) Stima del rapporto per l'intero anno 1987. — (*) Dati provvisori e in parte stimati.

Pur in presenza del massimale, nell'ultimo trimestre di quest'anno e nel primo del 1988 la Banca centrale eserciterà una regolazione attenta delle variabili che le sono istituzionalmente affidate. L'azione di controllo della liquidità del sistema è necessaria per evitare che fenomeni di elusione del massimale ne minino l'efficacia. I provvedimenti contenuti nella Legge finanziaria e quelli di accompagnamento dovranno produrre un alleggerimento della pressione esercitata dal fabbisogno statale sul mercato finanziario e ripor-

tare i risparmiatori verso l'investimento in titoli a medio e a lungo termine.

4. I risultati macroeconomici essenziali che la manovra delineata con il disegno di Legge finanziaria si propone mi sembra possano essere così riassunti: una crescita del prodotto interno lordo di poco meno del 3 per cento; un disavanzo contenuto della bilancia dei pagamenti correnti; un tasso annuo di inflazione al consumo del 4,5 per cento. Il raggiungimento di questi risultati, e

segnatamente dell'ultimo, implica una incisiva azione di politica economica, nelle sue tre componenti: di bilancio pubblico, dei redditi, monetaria.

Coerentemente con le suddette indicazioni macroeconomiche la Banca d'Italia ha predisposto un quadro creditizio e monetario che ipotizza una crescita dei finanziamenti al settore non statale dell'8 per cento, lievemente superiore a quella del prodotto interno lordo, ma in linea con quella degli investimenti. L'obiettivo suddetto si intende iscritto in una fascia di 2 punti percentuali in più o in meno per tenere conto dei fenomeni di innovazione finanziaria che hanno modificato negli anni più recenti le relazioni quantitative tra il credito e il livello di attività.

Dato l'impegno di mantenere il fabbisogno dello Stato entro i 109.500 miliardi, il credito totale interno dovrebbe aumentare dell'11 per cento

circa. Di altrettanto dovrebbero crescere le attività finanziarie complessive, la cui consistenza arriverebbe a sorpassare di quasi un terzo il prodotto nazionale. La crescita della moneta, nella definizione di M2, dovrà essere molto più contenuta di quella del complesso delle attività finanziarie e prossima a quella del reddito nominale; essa sarà mantenuta entro una fascia compresa tra il 6 ed il 9 per cento.

La realizzazione di questi obiettivi monetari e creditizi non è certo agevole: basti considerare che essa richiederà un aumento del debito pubblico tenuto dai risparmiatori a un tasso pressoché doppio di quello del reddito nazionale. Il finanziamento del Tesoro sul mercato sarà reso più arduo dagli sviluppi intervenuti nell'anno in corso, che hanno interrotto il processo di allungamento della scadenza media del debito pubblico (tav. 4).

Tav. 5

**Debito pubblico e indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche
per i principali paesi dell'area OCSE**
(per cento del PIL) (1)

PAESI	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986 (1)	1987 (2)
Debito pubblico								
Italia	58,5	60,5	66,3	72,1	77,7	84,6	88,6	93,4
Stati Uniti	37,7	37,1	41,1	44,0	45,1	48,5	50,5	51,6
Giappone	52,0	57,0	61,1	66,9	68,4	69,4	69,1	69,5
Germania federale	32,5	36,3	39,5	40,9	41,7	42,3	42,4	43,2
Francia	25,0	25,9	28,3	29,8	32,6	34,6	36,4	38,3
Regno Unito	54,9	54,9	53,6	54,0	55,3	53,7	53,8	53,0
Canada	44,7	45,1	50,5	54,5	58,2	63,7	67,4	70,2
Indebitamento netto								
Italia	-8,5	-11,5	-11,3	-10,7	-11,5	-12,2	-11,2	-10,4
Stati Uniti	-1,3	-1,0	-3,5	-3,8	-2,7	-3,4	-3,3	-2,7
Giappone	-4,4	-3,8	-3,6	-3,7	-2,1	-0,8	-0,9	-0,9
Germania federale	-2,9	-3,7	-3,3	-2,4	-1,9	-1,1	-1,2	-1,5
Francia	0,2	-1,8	-2,7	-3,1	-2,9	-2,6	-2,9	-2,7
Regno Unito	-3,5	-2,8	-2,3	-3,6	-3,9	-2,7	-2,9	-2,7
Canada	-2,8	-1,5	-5,7	-6,6	-6,6	-6,6	-5,4	-4,9

Fonte: OCSE (per l'Italia, fonte Banca d'Italia e Relazione Previsionale e Programmatica).
(1) Parzialmente stimato. — (2) Previsione.

L'ammontare dei titoli in scadenza nel 1988 può essere stimato in 350.000 miliardi circa, valore pari a un terzo del prodotto interno lordo. Solo per assicurare il rinnovo del debito, saranno necessarie in media ogni mese emissioni lorde per circa 30.000 miliardi. Ad esse si aggiungeranno le emissioni volte a finanziare il fabbisogno dell'anno. Si tratta di importi che pongono il nostro paese in posizione anomala rispetto agli altri maggiori paesi industriali (tav. 5): la loro entità indica di per sé il condizionamento che la gestione del debito pubblico esercita sul governo della moneta. Una risposta del mercato inferiore anche di poco alle attese renderebbe problematico il controllo delle riserve bancarie e il rispetto degli obiettivi della politica monetaria.

Le difficoltà di tenuta degli equilibri fondamentali del sistema, difficoltà che hanno origine in primo luogo nella condizione della finanza pub-

blica, sono state rese nuovamente palesi di recente dalle tensioni valutarie e dall'indebolimento del mercato finanziario. Un'azione incisiva di tutte le componenti della politica economica sul fronte della finanza pubblica e su quello dell'inflazione è l'unica garanzia per superare definitivamente le vicende presenti e per evitare un loro ripetersi.

Mi si consenta un'ultima notazione: Parlamento e Governo hanno deciso, approvando formalmente non molti mesi fa l'Atto unico europeo, di portare a compimento, e di consolidare, il processo di liberalizzazione valutaria e di più stretta integrazione, reale e finanziaria, dell'economia italiana in quella europea e internazionale. Una più ampia liberalizzazione favorisce lo sviluppo, ma costituisce al tempo stesso un duplice vincolo: richiede coerenza ancora maggiore nella politica economica, sottopone ad un più rigoroso vaglio internazionale la credibilità del Paese.

Intervento del dr. Carlo A. Ciampi Governatore della Banca d'Italia

XXX Congresso Nazionale del Forex Club Italiano

Roma, 24 ottobre 1987

Sono lieto di partecipare anche quest'anno al Congresso Nazionale del Forex Club Italiano e celebrarne con Voi il XXX Anniversario della fondazione.

Da quando, nel dicembre del 1956, ventitré operatori in cambi si riunirono a Milano per dar vita all'Associazione, il Forex Club Italiano ha conosciuto un processo di maturazione ed espansione di cui è indice sintetico la crescita del numero dei soci, giunti a 630 membri. La progressiva apertura verso l'estero dell'economia ha dato impulso all'operatività in cambi delle banche. Si è accresciuto il ruolo dei cambisti italiani sul mercato internazionale. Il prestigio del nostro Forex nell'ambito dell'Association Cambiste Internationale è testimoniato anche oggi dalla presenza di tanti autorevoli ospiti di Forex Clubs stranieri.

Il Forex ha fin dai suoi primi passi instaurato una speciale relazione con le autorità monetarie e valutarie, con la Banca d'Italia in particolare. Le tensioni finanziarie internazionali con cui questo Vostro anniversario viene a coincidere confermano la necessità che tale collaborazione divenga ancor più operante, al fine di contribuire alla stabilità dei mercati.

Nel volgere del 1987, due fenomeni hanno contrassegnato la condizione ciclica dell'economia. La Banca d'Italia li segnalava a più riprese, dapprima come rischi poi come fatti: in marzo nel Bollettino economico del Servizio Studi, in maggio alla propria Assemblea, in giugno a quella dell'Associazione Bancaria.

Sul fronte delle grandezze «reali», mentre la domanda mondiale moderava la crescita, la domanda interna accelerava sospinta soprattutto dai consumi. Sul fronte monetario e creditizio, mentre l'espansione dei depositi, e di M2, era pressoché in linea con gli obiettivi, i prestiti delle banche tendevano a debordare, con ritmi di crescita netta-

mente superiori sia a quelli dei depositi sia a quelli del reddito nazionale.

I consumi trovavano alimento nel potere d'acquisto reso disponibile dalle migliorate ragioni di scambio con l'estero e dai rinnovi contrattuali, nel settore pubblico e in quello privato. I prestiti offerti dalle banche alle imprese medio-grandi inseguivano una domanda giudicata dalle banche stesse molto elastica ai tassi, anche perché spesso motivata da intenzioni d'utilizzo «lato sensu» finanziario.

Pur non essendo strettamente connesse nello svolgersi del ciclo, l'espansione dei consumi e l'espansione degli impieghi rappresentavano, insieme, una minaccia per l'equilibrio dell'economia, segnatamente nella bilancia dei pagamenti.

Nei rapporti con l'estero, apparivano segni di inversione nel movimento dei prezzi relativi che aveva favorito il formarsi di un avanzo nelle partite correnti nel 1986; soprattutto, si profilava uno squilibrio delle transazioni commerciali in volume.

Tra il primo trimestre del 1986 e il corrispondente periodo del 1987, il divario tra lo sviluppo delle importazioni e quello delle esportazioni in quantità è stato di 8 punti; in valore, l'interscambio migliorava di 1.700 miliardi, per effetto del mantenimento di un guadagno nei «terms of trade» pari al 12 per cento. Ma il guadagno tendeva a esaurirsi, sia per la ripresa dei prezzi del greggio importato, sia per l'arresto del moto discendente del dollaro; al tempo stesso, si accentuava lo scarto tra lo sviluppo delle quantità acquistate e quello delle quantità vendute.

Nell'intero primo semestre, l'aumento delle importazioni in volume era del 7,6 per cento, rispetto al primo semestre del 1986. Crescevano soprattutto le importazioni di beni finali, di investimento e di consumo. Dal lato delle esportazioni,

si aveva invece una contrazione dei volumi, del 3,7 per cento.

Alla base del deterioramento della bilancia commerciale erano i diversi andamenti ciclici della nostra economia e di quella internazionale, più che l'evoluzione del cambio reale, cioè della competitività. Dati i parametri che legano il commercio estero alla domanda e ai prezzi relativi, le differenze nei tassi di sviluppo delle economie si traducono rapidamente in squilibri commerciali. Nel primo semestre il differenziale di crescita, in termini di domanda interna, nei confronti dei nostri più importanti «partners» si ampliava, sino a toccare i 2 punti percentuali rispetto alla Germania federale, alla Francia e agli Stati Uniti. La domanda spingeva il grado di utilizzo della capacità produttiva degli impianti su valori alti, prossimi al massimo in alcuni settori.

Le condizioni cicliche all'interno e all'estero influivano anche sulle politiche di prezzo seguite dalle imprese. Quelle italiane, che nel 1986 avevano difeso le quote nei mercati esteri contenendo la dinamica dei prezzi in lire, spostavano l'attenzione sul mercato interno e mantenevano i margini di profitto sui livelli elevati dello scorso anno. Le imprese estere, d'altra parte, anch'esse attratte dalla dinamica sostenuta della domanda in Italia, puntavano ad accrescere le proprie quote nel nostro mercato. Nel primo semestre del 1987, per i manufatti, i valori medi unitari all'importazione diminuivano del 3 per cento rispetto a dodici mesi prima, mentre i prezzi all'ingrosso interni segnavano una variazione della stessa entità in aumento.

Sui mercati esteri l'evoluzione della posizione competitiva era molto differenziata, sotto l'influenza delle diverse variazioni dei cambi nominali. Il cambio reale della lira si apprezzava nei confronti del dollaro; ricuperi di competitività venivano realizzati nei confronti delle principali monete comunitarie e in particolare nei confronti del marco. Sempre tra il primo semestre del 1986 e il primo del 1987 le esportazioni in valore sono diminuite del 4 per cento, quale risultante di un calo del 16 per cento verso gli Stati Uniti, del 30 per cento verso i paesi dell'OPEC e di un aumento del 2,5 per cento verso l'area comunitaria.

Nei movimenti dei capitali, la più stretta integrazione finanziaria si manifestava con volumi di transazioni crescenti, da e verso l'Italia. Le condizioni favorevoli in termini di tassi di interesse e di

aspettative di cambio facevano sì che, nei primi quattro mesi, le entrate superassero le uscite: i flussi lordi degli investimenti e dei prestiti raddoppiavano e si traducevano in entrate nette per 4.400 miliardi. I movimenti a breve termine, sotto forma di debiti commerciali e bancari in valuta, presentavano anch'essi un'accelerazione. Questi afflussi di capitali, dato il loro carattere reversibile, configuravano una potenziale instabilità della bilancia dei pagamenti globale. L'introduzione, nel marzo, della riserva obbligatoria sugli aumenti della raccolta netta in valuta, concepita quale strumento elastico di controllo, costituiva una prima misura di intervento.

L'equilibrio della bilancia dei pagamenti assumeva rilievo particolare nell'imminenza delle nuove importanti tappe verso cui il processo di liberalizzazione valutaria si stava avviando, sia attraverso il dibattito incentrato sulla definizione dei decreti delegati attuativi della L. 599 del 1986, sia attraverso decisioni rilevanti, fra cui, in maggio, la rimozione del residuo obbligo di deposito infruttifero sugli investimenti all'estero.

Anche in previsione dell'apertura di questa fase delicata, oltre che per preservare l'equilibrio interno dell'economia e per fronteggiare le difficoltà di finanziamento del Tesoro, riacutizzate dall'arrestarsi del *trend* discendente dell'inflazione e dei tassi d'interesse, nel trimestre maggio-luglio veniva posto in essere un insieme di interventi cautelativi. La competitività di prezzo veniva migliorata consentendo, in maggio, uno slittamento della lira nello SME, che faceva seguito a quello avvenuto in occasione del riallineamento di gennaio: fra il dicembre 1986 e il maggio 1987 il deprezzamento medio della lira rispetto alle monete dell'accordo di cambio europeo è stato del 4 per cento; vi ha corrisposto un miglioramento di competitività del 2,5 per cento. La liquidità bancaria veniva contenuta e i tassi a brevissimo termine salivano dal 9 per cento di aprile all'11,5 per cento di luglio. In quello stesso mese, venivano accresciuti di circa un punto i rendimenti dei titoli pubblici di nuova emissione. Le aziende di credito erano invitate a moderare le operazioni di «denaro caldo», effettuate a tassi scarsamente remunerativi. In luglio, la crescita degli impieghi registrava un sensibile rallentamento.

Con le misure liberalizzatrici di maggio, l'uscita graduale da una lunga stagione di protezionismo valutario veniva a interessare gli investi-

menti di portafoglio. In Italia, le attività finanziarie sono dell'ordine di due milioni di miliardi di lire. Un valore fra i più alti, se rapportato alla ricchezza reale o al reddito nazionale, nel confronto con gli altri paesi industriali; sempre rispetto a questi paesi, risulta molto elevata la quota delle attività verso il settore pubblico e bassa la quota delle attività verso l'estero e in valuta. Dal mese di maggio, gli investimenti netti all'estero di portafoglio, effettuati da residenti, possono essere stimati in circa 700 miliardi di lire al mese, un flusso del 50 per cento superiore a quello registrato lo scorso anno. Nello stesso periodo, le vendite di titoli italiani da parte di non residenti eccedevano gli acquisti.

Nel corso della primavera diveniva sempre più probabile un eccesso del fabbisogno statale rispetto all'obiettivo annuo: nuove spinte alla capacità di spesa del settore privato avrebbero ulteriormente ampliato il divario nella crescita della domanda interna tra l'Italia e i principali paesi industriali.

Si confermava la necessità di misure di bilancio, quale manovra cardine di controllo ciclico dell'economia per frenare i consumi, col minimo pregiudizio per gli investimenti produttivi, e riavvicinare, per questa via, la dinamica della domanda interna a quella dei principali paesi, prevenendo uno squilibrio di fondo nella bilancia dei pagamenti correnti. L'intervento di «fiscal policy», rispetto al quale le precauzioni monetarie e valutarie prese si configuravano come complementari, coincideva con l'esigenza di contenere il debordo del fabbisogno pubblico.

Il raccordo tra la politica economica necessaria a salvaguardare l'equilibrio delle partite correnti e la gestione dei movimenti di capitali nel processo di liberalizzazione è naturalmente rappresentato dal governo del cambio. Tra maggio e luglio, in un quadro di relativa stabilità del dollaro, al cambio marco/lira veniva consentito di oscillare entro limiti contenuti, con interventi di segno alterno, ancorché prevalentemente di cessione di valuta estera.

La controllabilità del cambio veniva messa a durissima prova alla metà di agosto e poi, di nuovo, nella prima decade di settembre. Per un intero mese le pressioni sulla lira sono state fortissime. Le uscite di capitali a breve hanno superato ogni nostra precedente esperienza di crisi di cambio, con importi concentrati in alcune giornate.

Il nuovo Governo, non appena avuta la fiducia dal Parlamento, univa al convinto sostegno della politica di difesa del cambio della lira misure fiscali di pronto intervento, volte a contenere i consumi nella parte finale del 1987, a salvaguardare l'equilibrio della bilancia dei pagamenti correnti, a stabilire un ponte con la legge finanziaria, per il controllo dell'economia nel 1988.

Nell'intento di rimuovere una delle cause che inducevano alcuni gruppi di operatori a rinviare gli acquisti di titoli pubblici, veniva anticipato di un mese l'incremento dell'aliquota fiscale sui loro rendimenti. I tassi lordi all'emissione venivano ulteriormente elevati, sino a toccare livelli del 12 per cento. A conferma del carattere penalizzante del credito di ultima istanza, anche il tasso di sconto veniva aumentato, di mezzo punto, al 12 per cento. La Banca d'Italia si impegnava nel chiarire al sistema bancario il senso e le finalità sia della manovra di politica economica, sia dell'azione selettiva di contenimento degli impieghi a cui il sistema era chiamato.

Le misure di fine agosto, che stanno ora producendo gli effetti attesi sulla domanda contribuendo al rispetto del vincolo esterno, nell'immediato non modificavano le aspettative. Le spinte al ribasso sulla lira, lungi dall'attenuarsi, si accentuavano; l'attenzione degli operatori si appuntava sulla riunione dei Ministri delle finanze e dei Governatori della CEE fissata per il 12 settembre a Nyborg, vista come occasione per un riallineamento nello SME. Le banche riducevano le passività nette verso l'estero e tornavano a espandere gli impieghi in lire, con ritmo accelerato rispetto a luglio.

Un moderato scivolamento del cambio della lira non sarebbe stato sufficiente a dissolvere, avallandole in parte, le attese dei ribassisti. Un cedimento avrebbe contraddetto l'analisi della congiuntura, alimentato l'inflazione, diffuso una sensazione di lassismo nella politica economica; al tempo stesso, avrebbe potuto, se non mettere in forse la liberalizzazione, snaturarne il senso. Dare l'impressione che la libertà dei movimenti dei capitali possa trasformare il cambio da variabile strumentale in variabile endogena, avrebbe reso difficile la comprensione dei fini ai quali quella libertà è volta: ampliare le scelte dei cittadini che risparmiano e migliorare l'allocazione delle risorse.

Avendo deciso di tenere il cambio, si sarebbe potuto ricorrere a un aumento brusco dei tassi d'interesse. L'aumento non necessariamente sarebbe stato di brevissima durata, con ripercussioni sugli investimenti delle imprese e sull'onere di interessi che grava sulle pubbliche finanze. Inoltre, rialzi dei tassi anche forti avrebbero potuto rivelarsi insufficienti a scoraggiare una speculazione che attendeva un significativo calo del cambio a brevissimo termine.

Si è percorsa la via alternativa di attingere ampiamente alle riserve ufficiali, per dare agli operatori e ai mercati un tempo ragionevolmente sufficiente a capire che tanto i «fondamentali» dell'economia e della bilancia dei pagamenti, quanto la delicata fase attraversata dal processo di liberalizzazione valutaria, non giustificavano, anzi sconsigliavano di accettare variazioni nella quotazione della lira, ancor meno di procedere a un suo riallineamento nello SME.

Nella realtà, nonostante il trascorrere delle settimane, gli operatori e i mercati mostravano di non comprendere, o quanto meno di non condividere, né i messaggi né i comportamenti di chi regola l'economia. Lo «stare alla specula» costituisce un dovere per i soggetti del mercato. Ma bisogna valutare vantaggi e rischi alla luce di tutte le informazioni disponibili comprese quelle concernenti le probabili azioni-reazioni dei «policy-makers». Chi ha legittimamente acquistato marchi a 725 lire, calcolando di rivenderli a breve a un prezzo ben superiore, e invece ha dovuto cederli a 721,50, non ha infranto nessuna regola etico-deontologica; ha commesso un errore, di analisi e di valutazione.

Giunti a un livello assai basso delle riserve in valute convertibili, si è deciso di intervenire con provvedimenti amministrativi, duri ma temporanei anche in ragione dell'immediatezza dei loro effetti. Venivano presi dal Governo il 13 settembre, all'indomani della riunione di Nyborg.

L'accorciamento dei termini di durata dei conti valutari e le limitazioni della possibilità e della convenienza di anticipare i pagamenti e differire gli incassi in valuta restringevano i margini di chi operava contro la lira. Per la loro natura tecnica e per la temporaneità della loro applicazione, queste misure rientrano pienamente nella lettera e nello spirito sia della normativa comunitaria sia dei decreti delegati poi varati dal Governo in attuazione della legge 599.

Il massimale sull'espansione dei prestiti bancari ha inaridito una delle fonti che alimentavano le operazioni speculative, finanziate utilizzando linee di credito in lire, decumulando depositi, rimborsando debiti in valuta. Esso si propone di ricondurre il ritmo di crescita degli impieghi bancari in lire dal 14 per cento toccato ad agosto all'8 per cento alla fine di dicembre. Il suo profilo è stato configurato con particolare rigore nei primi due mesi di applicazione, per rovesciare immediatamente quei comportamenti. Coerentemente con la finalità di riattivare afflussi di fondi dall'estero, è stata azzerata l'aliquota della riserva sull'indebitamento netto in valuta delle banche.

I provvedimenti hanno corrisposto alle attese. Le riserve valutarie sono state rapidamente reintegrate; già nella seconda metà di settembre il loro ricupero, a un cambio nei confronti del marco rafforzatosi di circa 4 lire, è stato superiore a 5 miliardi di dollari, compensando quasi per intero i deflussi di agosto e della prima metà di settembre; in ottobre gli afflussi di valuta sono continuati, raggiungendo alla chiusura dei mercati di ieri i 2 miliardi di dollari. E' stata chiusa l'operazione di mobilitazione degli ECU, richiesta in via precauzionale dalla Banca d'Italia al FECoM alla vigilia della riunione comunitaria di Nyborg; nell'occasione venne fornita ai nostri «partners» informazione ampia sullo stato dell'economia italiana.

Alla fine di settembre la dinamica dei prestiti bancari è rientrata nei limiti imposti dal massimale; come previsto, il rientro risulta concentrato presso i maggiori istituti attraverso il taglio delle operazioni di grosso importo, erogate a tassi inferiori al «prime rate», che avevano provocato la dilatazione degli impieghi.

Nel corso dell'intero 1987, i finanziamenti al settore non statale dovrebbero aumentare entro o poco al di sopra del margine superiore della fascia obiettivo del 5-9 per cento; nondimeno, l'espansione del credito totale interno, che comprende il finanziamento del fabbisogno pubblico, supererà di quasi due punti il limite programmato dell'11 per cento. La crescita della moneta (M2) dovrebbe collocarsi all'interno della fascia programmata del 6-9 per cento.

L'intreccio di tensioni valutarie e debolezza del mercato finanziario è stato sciolto, superando le prime con interventi d'urto. La domanda di titoli di Stato, tuttavia, stenta a riprendersi e conti-

nuova a indirizzarsi verso le scadenze più brevi; da luglio il Tesoro ha coperto con BOT oltre metà del fabbisogno. Questa propensione verso il breve termine ha interrotto il processo di allungamento della scadenza del debito dello Stato, in atto dal 1983 e che aveva portato, nel giugno, a sfiorare i 4 anni. Nei giorni scorsi, per contenere l'accorciamento delle scadenze dei Buoni ordinari del Tesoro, i tassi base a sei mesi e a un anno sono stati ricondotti lievemente al di sopra del rendimento dei titoli a tre mesi.

Al fondo di tali problemi sta il mal sottile degli squilibri della finanza pubblica, che si riflettono nella crescente difficoltà di gestire un debito prossimo al 100 per cento del prodotto interno lordo. Su questi aspetti ho riferito di recente in Parlamento.

Le misure di politica economica prese a fine agosto e in settembre, oltre ad aver consentito il superamento delle tensioni valutarie, fanno sì che, nonostante una congiuntura internazionale meno favorevole del previsto, il preconsuntivo dell'economia italiana nel complesso del 1987 si chiuda con risultanze meno lontane dagli obiettivi.

Uno sviluppo del reddito del 3 per cento, superiore a quello medio degli altri paesi industriali, e degli investimenti in impianti e attrezzature del 5,5 per cento, permetterà di creare 180 mila posti nuovi di lavoro; ma ciò non sarà sufficiente ad abbassare il tasso di disoccupazione, dato l'aumento delle forze di lavoro. L'inflazione media annua ridurrà ulteriormente il differenziale rispetto agli altri paesi, ma supererà di oltre mezzo punto l'obiettivo del 4 per cento. La manovra di bilancio di fine agosto ha contenuto il fabbisogno statale, ma il debordo dall'obiettivo sarà di 10.000 miliardi.

Soprattutto frenando i consumi di beni durevoli, la manovra di bilancio riporterà l'evoluzione della domanda interna in linea col tendenziale pareggio della bilancia dei pagamenti correnti. Il disavanzo commerciale annuo dovrebbe salire da 3.700 nel 1986 a 12-13 mila miliardi; al suo interno il disavanzo energetico, nell'ipotesi di un prezzo di 19 dollari per barile sino alla fine dell'anno, si collocherà su un valore di 19.000 miliardi, di poco inferiore a quello del 1986. Fra le restanti partite correnti il contributo più significativo deriverà ancora una volta dal turismo, anche se il forte tasso d'aumento del turismo italiano all'estero assorbirà in gran parte gli effetti della ri-

presa del turismo estero in Italia. Sostanzialmente inalterato rimarrà il saldo negativo dei redditi da capitale, nonostante la contrazione delle passività nette verso l'estero.

Dopo aver esposto, in sintesi, le vicende della nostra economia nel corso del 1987 dall'angolazione, quella dei rapporti con l'estero, più vicina agli interessi di coloro che sono oggi qui riuniti, vorrei richiamare alcuni aspetti nuovi del quadro istituzionale, interno e internazionale, e svolgere alcune riflessioni sugli accadimenti che in questi ultimi giorni hanno scosso i mercati finanziari.

E' prossima alla conclusione la lunga fase «de iure condendo» della riforma valutaria, avviata nel 1983. I decreti delegati che il Governo ha approvato sanciscono la libertà delle transazioni con l'estero quale principio cardine dell'ordinamento valutario; recepiscono le finalità del processo di liberalizzazione che porterà alla creazione del mercato interno europeo; si ispirano al criterio che rimuovere le restrizioni non significa rinunciare alla controllabilità dei flussi valutari, sia in entrata sia in uscita, per esigenze temporanee di politica economica e monetaria.

La nuova normativa predetermina gli ambiti d'intervento dell'autorità amministrativa, e ne condiziona i provvedimenti all'effettivo prodursi di tensioni, al ribasso o al rialzo, nel mercato valutario. Questa impostazione è presente nella legislazione di paesi come la Germania federale dove è prevista la possibilità di ricorrere, per via amministrativa, a misure quali il deposito obbligatorio infruttifero sugli afflussi di capitali, a salvaguardia dell'efficacia restrittiva della politica monetaria.

Già dall'estate, in concomitanza con l'ingresso nella fase più delicata della liberalizzazione, è stata definita dal Tesoro e dalla Banca d'Italia un'azione mirante ad assicurare l'ordinato svolgersi del periodo di adeguamento di portafoglio degli investitori italiani.

Si iscrivono in questa linea di condotta l'emissione di un prestito della Repubblica per un miliardo di dollari in settembre e l'offerta, in ottobre, di Buoni del Tesoro denominati in ECU.

La motivazione del maggior ricorso del Paese ai mercati internazionali non va rinvenuta nell'esigenza di finanziare una domanda interna di beni e servizi strutturalmente eccedente la produzione, ma in quella di accompagnare il compimento di

una piú stretta integrazione dell'Italia nell'economia europea e mondiale.

Dalla liberalizzazione valutaria ci attendiamo un accresciuto interesse dei risparmiatori esteri per il nostro mercato finanziario; nei loro portafogli, le attività denominate in lire sono sottorappresentate, anche in confronto con le monete di paesi che non eguagliano il nostro per volume del reddito nazionale e dell'interscambio con l'estero. Questa situazione è la conseguenza non solo dell'immagine prodotta dai vincoli valutari del passato, ma anche del persistere di imperfezioni nei mercati dei titoli obbligazionari e azionari: occorre rimuoverle.

L'intesa raggiunta nel settembre scorso dai Governatori della Comunità economica europea, a modifica dell'accordo di cambio del marzo 1979, rappresenta un altro elemento positivo nella costruzione monetaria della Comunità. E' stato ammesso l'utilizzo della facilitazione di credito a brevissimo termine, anche per il finanziamento di interventi intramarginali; sono state migliorate la durata iniziale e l'estensione massima del rinnovo di tale facilitazione; è stata accresciuta la possibilità di utilizzo di ECU nel regolamento di obbligazioni derivanti da interventi.

Il significato dell'intesa, al di là dei pur importanti aspetti tecnici, è nella riaffermazione della necessità di un coordinamento piú stretto delle politiche economiche e di una gestione concertata degli accordi di cambio e dei meccanismi di finanziamento degli interventi nello SME.

Nella stessa direzione muovono i lavori attorno alla nuova direttiva comunitaria di liberalizzazione dei movimenti monetari. Condividerne in linea di principio le finalità non deve escludere che si pongano attenzione e cautela riguardo ai tempi, al contesto e ai modi del compimento di questo ulteriore passo. Esso implica un potenziale di flussi destabilizzanti ben piú ampio di quello, già rilevante, insito nel comparto dei movimenti finanziari.

Vanno definendosi, quindi, all'interno del nostro paese e nella Comunità europea, condizioni che spingono a confermarci nella politica del cambio che l'Italia si è data sin dall'adesione allo SME: una politica non permissiva, strumento di una disciplina volta al riequilibrio produttivo e monetario, che i ridotti differenziali di inflazione consentono oggi di rendere ancor piú rigorosa.

E' stato sostenuto che il passaggio a un regime di liberalizzazione richiederebbe una gestione piú flessibile degli accordi di cambio nello SME. In realtà, maggiore flessibilità non significa riallineamenti piú ampi; per l'Italia, non significa maggior utilizzo della intera estensione della banda di oscillazione. Maggiore flessibilità significa che le banche centrali, di fronte alla mobilità dei capitali, sono disposte ad accettare variazioni giornaliere del cambio di una certa ampiezza, in un quadro di maggiore stabilità di fondo dei rapporti di cambio. Nella prassi, l'Italia ha fatto un uso limitato della piú larga banda prevista per la lira, nell'intento di non indebolire il significato e l'operatività dello SME.

Libero scambio delle merci, piena trasferibilità dei capitali, attraverso gli stessi movimenti monetari, piú stretti legami di cambio possono coesistere solo se si attuano politiche economiche coordinate.

I progressi realizzati nella prima fase del negoziato comunitario che si è conclusa a Nyborg hanno posto le premesse per una positiva impostazione di una seconda fase. Si è creato un clima in cui le tradizionali contrapposizioni tra paesi in avanzo e paesi in disavanzo si sono attenuate.

Da questo clima è ragionevole attendere altri progressi, quale potrebbe essere la creazione di un meccanismo di riciclaggio comunitario, per contrastare tensioni derivanti dalla liberalizzazione dei movimenti monetari, non giustificate dall'andamento delle variabili economiche di fondo. Il meccanismo, incentrato preferibilmente sul FE-CoM, dovrebbe consentire di attingere fondi sui mercati verso cui affluiscono i capitali per riallocarli ai paesi che hanno subito i deflussi. Il ricorso diretto al mercato, anziché alla solidarietà delle banche centrali, impedirebbe una creazione addizionale di moneta; aiuterebbe la banca centrale del paese destinatario degli afflussi a moderarne l'impatto sulle condizioni monetarie interne; si configurerebbe come uno strumento per effettuare «operazioni di mercato aperto», nell'ambito di una politica monetaria europea gestita congiuntamente e mirante a perseguire l'interesse collettivo. Neutralizzare l'impatto di movimenti destabilizzanti di capitale eviterebbe agli stessi paesi che subiscono l'afflusso il rischio di una perdita del controllo monetario interno o il danno delle svalutazioni competitive dei loro «partners».

Oltre alla cooperazione nello SME, la gestione ordinata del cambio in regime di libertà valutaria richiede ancor più comportamenti lungimiranti degli stessi operatori. Rivolgendosi all'Assemblea del Fondo monetario, qualche settimana fa a Washington, il Cancelliere dello Scacchiere Lawson così commentava l'esperienza recente: «of course, all financial markets have a certain amount of speculative froth. But to function well they need some players to take a longer view, and so provide a stabilizing influence. In foreign exchange markets, they have been conspicuous by their absence».

La liberalizzazione valutaria implica che parte delle riserve ufficiali vengano cedute agli operatori, che ne divengono di fatto cogestori. Ciò non significa ovviamente che devono essi farsi carico della cosa pubblica; significa però che, nel perseguire una amministrazione di questi fondi efficiente dal punto di vista aziendale, non possono ignorare gli effetti dei propri comportamenti sul processo di formulazione e di attuazione della politica economica.

Spingendo lo sguardo oltre i confini europei, nelle recenti riunioni di Washington è stato fatto il punto sullo stato d'attuazione della strategia di politica economica avviata dal Gruppo dei Sette con l'accordo del Louvre. Quella strategia è stata intrapresa nella piena consapevolezza delle difficoltà da superare. La dimensione assunta dagli squilibri nei pagamenti internazionali, le rigidità politico-istituzionali nei maggiori paesi industriali, la viva sensibilità dei mercati sono tutti fattori che rendono arduo conciliare il processo di riequilibrio con l'imperativo di mantenere una crescita economica non inflazionistica su scala mondiale.

L'obiettivo immediato era quello di riportare la calma nei mercati dei cambi, per dare tempo alle economie di rispondere, con i conseguenti aggiustamenti, alla svalutazione del dollaro.

Nella prima parte del 1987 la stabilizzazione dei cambi è stata affidata prevalentemente a interventi concertati delle banche centrali sui mercati valutari; successivamente l'onere è ricaduto anche sui tassi di interesse americani, che si sono mossi al rialzo.

Il riassorbimento degli squilibri nei pagamenti correnti non può tuttavia essere affidato solo alle politiche monetarie e agli interventi sui cambi: il contributo principale deve provenire dal coordi-

namento delle politiche di gestione della domanda, segnatamente di quelle di bilancio.

Questo indirizzo riconosciuto nelle riunioni del Gruppo dei Sette a partire dal vertice di Tokyo, è stato ribadito da ultimo a Washington, dove gli Stati Uniti hanno confermato, in particolare, l'impegno a proseguire nel cammino del risanamento della finanza federale.

Ma le lentezze, sia del riequilibrio dei conti con l'estero degli Stati Uniti sia delle politiche di rilancio nella Germania federale e nel Giappone, hanno indebolito la credibilità degli annunci; già nel maggio scorso avevo sottolineato l'urgenza che gli annunci si sostanziassero in conseguenti azioni di politica economica, concordate da un lato e dall'altro dell'Atlantico e del Pacifico. Viceversa, gli andamenti delle economie hanno dato la sensazione che nella condotta dei principali paesi prevalesse ancora una impostazione nazionale, di cui si sottovalutava l'impatto sui mercati dei capitali, chiamati a finanziare squilibri di ingente ammontare.

In condizioni di incertezza che trascendono la sfera economica, è bastato, in questo mese di ottobre, che all'osservazione di uno sviluppo modesto, in atto e in prospettiva, nella Germania federale si associasse l'inasprimento delle condizioni monetarie interne in quel paese, per accentuare i dubbi sulla capacità di gestione concertata del sistema. L'aumento dei tassi in Germania, pur di limitata entità, ha seguito quelli occorsi prima negli Stati Uniti, poi nello stesso Giappone. Si è profilata una rincorsa verso l'alto del costo del credito, se si fosse privilegiata la stabilità dei cambi; in alternativa, come è stato adombrato anche ufficialmente, una brusca caduta del dollaro. Si sono scatenati timori di recessione e la crisi di fiducia ha investito i mercati finanziari internazionali.

I crolli di borsa peraltro erano stati preceduti da una ascesa prolungata dei corsi, non solo a New York ma anche a Tokyo, solo in parte giustificata dagli andamenti di fondo dell'economia. Come nel caso dei cambi, bolle speculative e fenomeni di «overshooting» rischiano di divenire connaturati all'operare dei mercati della finanza, dove le aspettative svolgono un ruolo cardine nella formazione dei prezzi e tendenze estrapolate possono trascinare ben al di là dei valori di equilibrio.

Fluttuazioni così ampie in tutte le borse mondiali sono un segnale di allarme, anche se i cedi-

menti venissero riassorbiti. L'esperienza traumatica inflitta dalla «volatilità» delle quotazioni aumenta il clima di incertezza e acuisce la reattività agli squilibri nei rapporti internazionali.

In circostanze quali quelle attuali, quando ogni punto di riferimento sembra divenire labile, occorre richiamarsi al primato dell'economia reale; l'analisi di quest'ultima offre elementi più affidabili e, nei fatti, è più rassicurante. I sistemi produttivi delle economie industriali hanno proceduto lungo la strada del risanamento. La correzione degli scompensi nella finanza pubblica è in molti paesi compiuta, in altri avviata. L'inflazione è bassa, e non vi sono motivi per ritenere prossima una riaccensione.

La natura degli squilibri che affliggono l'economia mondiale è stata da tempo individuata. Dalla diagnosi si è pervenuti a definire le terapie appropriate. Senza irrigidire i cambi, le politiche economiche devono incidere sulla evoluzione delle domande relative, mantenendo condizioni monetarie atte a garantire stabilità dei prezzi, evitando peraltro impulsi recessivi.

Sta ai «policy-makers» assicurare che questo processo abbia luogo: occorre fiducia reciproca e cooperazione, tenendo conto degli effetti di «travaso» delle politiche nazionali.

La globalizzazione dei mercati e la crescente integrazione tra le economie sono alla base dello sviluppo goduto negli ultimi decenni; inevitabilmente essi hanno circoscritto l'autonomia economica dei singoli paesi. Di ciò si deve tenere conto nel formulare e nell'applicare le politiche economiche appropriate. Senza questa consapevolezza si corre il rischio di disintegrare assetti faticosamente costruiti, di ritornare a condizioni di protezionismo, reale e finanziario.

Ci si chiede quali ripercussioni possa avere sull'economia italiana questa fase di alta instabilità che i mercati dei capitali dei principali paesi stanno attraversando.

La risposta, in analogia a quanto ho detto per l'economia mondiale, è nell'analisi della condizione della nostra economia; ho cercato di proporre alcuni aspetti in questo mio intervento. E' un'analisi che consente di apprezzare significativi punti di forza, ma che segnala altresì elementi di debolezza.

Un tessuto produttivo ammodernato, in condizioni di redditività soddisfacenti e con rapporti di

indebitamento fra i più bassi nel novero dei paesi industriali; un tasso di risparmio privato, delle famiglie e delle stesse imprese, pur esso sui valori massimi nel confronto internazionale; forze di lavoro e capacità di iniziativa ampie e qualificate; un sistema creditizio reso più articolato, più concorrenziale, più solido nelle strutture patrimoniali e organizzative, conservando quei connotati di separazione dal settore industriale sui quali si fondano la stabilità e l'efficienza allocativa: sono, questi, i presîdi che un'azione tenace ha rafforzato durante gli anni ottanta.

Unitamente alle cautele e alle misure anticicliche, valutarie, creditizie, fiscali prese nei mesi scorsi, questi presîdi sono valsi ad arginare l'onda d'urto ribassistica sprigionata dalle borse degli Stati Uniti, il maggior debitore mondiale, e del Giappone, il maggior creditore mondiale.

In seno all'economia italiana, tuttavia, è latente un rischio e permane una debolezza di struttura. Per il concorrere di fattori interni ed esterni il momento attuale presenta, per la prima volta dal 1982, l'insidia di una inflazione che risale. Ciò impone alle politiche dei redditi, fiscali, monetaria di operare congiuntamente perché il rialzo sia circoscritto e rapidamente riassorbito, perché riprenda e si concluda l'opera di riequilibrio svolta negli anni scorsi; soprattutto, impone di affrontare con determinazione accresciuta lo squilibrio reale e finanziario nei conti dello Stato.

E' la finanza pubblica il nodo non sciolto della nostra economia. Investe l'intero sistema economico e sociale. Denunciare, come sempre più diffusamente avviene, l'importanza del problema non è allarmismo; è doveroso, purché vi si accompagni la volontà di provvedere. E provvedere è compito di tutti, perché il perdurare dello squilibrio della finanza pubblica è in primo luogo la conseguenza del prevalere degli interessi di parte.

Il riordino del settore pubblico deve e può essere portato a compimento con successo da un Paese che è stato capace di piegare una inflazione che nel 1980 superava il 20 per cento e di risanare un sistema di imprese da anni in perdita. Non vi sono soluzioni rapide o facili; bisogna avere chiarezza dei termini del problema, consapevolezza della necessità di aggredirlo con continuità di azione.

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 premio/sconto del dollaro statunitense sui mercati internazionali
- » a8 — Quotazioni delle principali valute e dell'oro
- » a9 — Tassi di cambio effettivi nominali
- » a10 — Tassi di cambio effettivi reali
- » a11 — Esposizione verso l'estero del sistema creditizio italiano

Congiuntura italiana

- Tav. a12 — Conto economico delle risorse e degli impieghi
- » a13 — Produzione industriale e indicatori d'opinioni ISCO
- » a14 — Forze di lavoro, occupazione e disoccupazione
- » a15 — Prezzi ingrosso e al consumo
- » a16 — Tassi di cambio effettivi reali dell'Italia
- » a17 — Bilancia dei pagamenti valutaria
- » a18 — Posizione della Banca d'Italia e dell'UIC verso l'estero

Moneta, credito e tassi d'interesse

- Tav. a19 — Formazione del fabbisogno del settore statale
- » a20 — Copertura del fabbisogno del settore statale
- » a21 — Consistenza del debito pubblico interno
- » a22 — Base monetaria
- » a23 — Operazioni in titoli di Stato di BI-UIC
- » a24 — Operazioni temporanee in titoli da parte della Banca d'Italia
- » a25 — Aste dei Buoni ordinari del Tesoro
- » a26 — Tassi d'interesse
- » a27 — Principali voci di situazione delle aziende di credito
- » a28 — Principali voci di situazione degli istituti di credito speciale
- » a29 — Impieghi per rami di attività economica e categorie di imprese
- » a30 — Emissioni nette di valori mobiliari
- » a31 — Condizioni di emissione di CCT, BTP e CTE
- » a32 — CCT, CTE, CTR, BTP e Fondi comuni
- » a33 — Credito totale interno
- » a34 — Aggregati monetari e loro contropartite
- » a35 — Attività liquide del settore non statale
- » a36 — Attività finanziarie del settore non statale e loro contropartite

Prodotto lordo, prezzi impliciti e bilance correnti

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania federale	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
Prodotto lordo reale (1) (variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)							
1981	1,9	3,7	—	0,2	-1,0	1,1	3,7
1982	-2,5	3,1	-1,0	2,0	0,9	0,2	-3,2
1983	3,6	3,2	1,8	0,7	3,7	0,5	3,2
1984	6,8	5,1	3,0	1,6	2,1	3,5	6,3
1985	3,0	4,7	2,5	1,4	3,6	2,7	4,3
1986	2,9	2,4	2,5	2,2	3,0	2,7	3,3
1986 — I trim.	1,3	-0,4	-0,8	0,1	2,1	-0,3	0,6
II »	0,2	0,9	2,6	1,2	-0,2	2,0	1,0
III »	0,4	0,7	0,7	0,4	0,3	0,5	0,1
IV »	0,4	0,7	-0,1	0,4	1,4	0,2	—
1987 — I trim.	1,1	1,3	-0,8	—	1,1	0,1	1,5
II »	0,6	—	1,5	0,7	0,5	1,4	1,5
Deflatore del prodotto lordo (1) (variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)							
1981	9,6	3,2	4,0	12,0	11,5	18,5	10,8
1982	6,5	1,8	4,4	12,0	7,7	16,3	8,7
1983	3,9	0,8	3,2	9,4	5,1	15,2	5,1
1984	3,7	1,2	2,0	7,0	4,0	10,2	3,3
1985	3,2	1,6	2,2	6,1	6,0	8,8	3,2
1986	2,6	1,7	3,1	4,7	3,5	8,0	2,9
1986 — I trim.	0,4	0,4	1,1	1,0	-0,6	2,1	0,5
II »	0,7	0,9	0,3	1,6	0,6	2,3	0,5
III »	1,0	0,3	0,8	0,8	1,2	2,0	1,1
IV »	0,1	-0,3	0,8	0,2	1,0	1,6	1,1
1987 — I trim.	1,0	-0,5	0,8	1,1	0,3	0,8	1,5
II »	1,0	....	....	....	....	....	0,8
Saldo delle partite correnti (2) (miliardi di dollari)							
1981	6,9	4,8	-5,2	-4,6	12,8	-8,2	-5,1
1982	-8,7	6,9	4,1	-12,1	7,1	-5,5	2,3
1983	-46,2	20,8	4,2	-4,7	5,1	0,8	2,5
1984	-107,0	35,0	8,4	-0,8	2,0	-2,9	2,7
1985	-116,4	49,3	15,2	-0,2	3,8	-4,1	-0,9
1986	-141,4	85,8	37,2	3,4	-1,4	4,1	-6,7
1986 — I trim.	-33,0	12,7	7,0	-0,4	3,8	-0,9	-3,3
II »	-33,8	23,1	8,1	1,1	-1,9	0,8	-1,8
III »	-36,6	24,3	8,5	0,8	-6,6	3,4	-0,6
IV »	-32,0	25,7	13,6	1,9	3,3	1,5	-1,0
1987 — I trim.	-36,8	20,6	11,0	-1,4	0,3	0,3	-1,8
II »	-41,1	22,6	10,7	....	-0,9	-0,9	-2,0

Fonti: Bollettini nazionali, OCSE e FMI.

(1) Stati Uniti, Giappone, Germania federale e Canada: PNL; Francia: PIL «marchand»; Regno Unito e Italia: PIL. — (2) Stati Uniti e Italia: dati destagionalizzati; per l'Italia a causa delle revisioni ai dati trimestrali, la somma di questi ultimi non coincide con il totale annuo.

Produzione industriale

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania federale	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
1981.....	2,2	1,0	-1,5	-1,0	-3,4	-1,6	0,9
1982.....	-7,1	0,4	-2,9	-1,0	1,9	-3,1	-8,7
1983.....	6,0	3,6	0,7	—	3,6	-3,2	5,2
1984.....	11,4	11,0	3,4	1,0	1,3	3,4	14,1
1985.....	1,7	4,5	5,4	—	4,7	1,2	5,2
1986.....	1,0	-0,3	2,0	1,0	1,8	2,7	1,3
1985 — II trim.....	0,3	2,2	1,0	1,0	2,8	0,6	1,0
III »	0,4	—	1,9	2,0	-1,1	-0,5	1,5
IV »	0,5	-0,8	—	-1,0	0,2	0,6	1,2
1986 — I trim.....	0,3	0,2	—	-1,0	0,6	2,1	-0,4
II »	-0,5	-0,3	0,9	1,0	0,6	-0,2	—
III »	0,5	-0,2	0,9	1,0	1,0	-0,4	-0,7
IV »	0,8	-0,1	-0,9	-1,0	—	2,6	0,6
1987 — I trim.....	0,8	1,3	-1,9	-1,0	0,8	0,6	1,8
II »	0,9	—	2,9	....	0,5	2,3	1,3
1986 — lug.	0,5	-0,2	0,9	1,0	2,6	-0,6	0,9
ago.	0,2	-1,6	-0,9	—	0,6	-3,1	-0,8
set.	-0,2	2,8	-0,9	—	-0,4	2,8	0,4
ott.	0,3	-1,4	0,9	—	0,1	1,3	—
nov.	0,5	-1,3	-0,9	-1,9	0,1	—	—
dic.	0,6	2,9	-1,9	—	-0,7	1,5	1,8
1987 — gen.	-0,2	-0,3	-1,0	-2,0	0,4	-1,2	-0,3
feb.	0,5	-0,7	1,9	3,0	1,6	0,8	1,1
mar.	0,1	1,7	-0,9	1,0	0,1	0,9	0,6
apr.	0,1	-1,4	2,9	-1,0	-0,4	1,1	-0,2
mag.	0,7	-1,1	—	1,0	0,9	2,2	0,4
giu.	0,4	3,9	-0,9	1,9	-1,3	-3,4	1,3
lug.	0,8	0,6	-1,9	....	2,2	1,2	....

Fonti: Bollettini nazionali, OCSE.

Prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania federale	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
1981.....	10,4	4,9	6,3	13,4	12,0	17,8	12,5
1982.....	6,1	2,7	5,3	11,8	8,5	16,5	10,8
1983.....	3,2	1,9	3,3	9,6	4,6	14,7	5,9
1984.....	4,3	2,2	2,4	7,4	4,7	10,8	4,3
1985.....	3,5	2,1	2,2	5,8	6,4	9,2	4,0
1986.....	2,0	0,4	-0,2	2,7	3,3	5,9	4,1
1985 — II trim.....	3,7	2,1	2,5	6,4	7,3	9,4	3,9
III »	3,3	2,4	2,2	5,6	6,6	9,1	3,9
IV »	3,5	1,5	1,8	4,8	5,6	8,9	4,2
1986 — I trim.....	3,1	1,4	0,7	3,6	4,9	7,5	4,2
II »	1,6	0,7	-0,2	2,4	2,6	6,1	3,9
III »	1,7	—	-0,4	2,1	2,4	5,5	4,2
IV »	1,3	-0,4	-1,1	2,1	3,3	4,5	4,3
1987 — I trim.....	2,2	-1,2	-0,5	3,2	3,9	4,3	4,0
II »	3,8	-0,2	0,1	3,4	4,2	4,5	4,6
1986 — lug.	1,6	-0,1	-0,5	2,0	2,2	5,5	4,2
ago.	1,5	-0,2	-0,4	2,0	2,2	5,6	4,3
set.	1,7	0,3	-0,4	2,3	2,9	5,3	4,1
ott.	1,5	-0,6	-0,9	2,2	2,9	4,7	4,4
nov.	1,3	-0,2	-1,2	2,1	3,6	4,4	4,5
dic.	1,1	-0,4	-1,1	2,1	3,6	4,2	4,1
1987 — gen.	1,4	-1,5	-0,8	3,0	3,9	4,2	4,0
feb.	2,1	-1,4	-0,5	3,4	3,7	4,4	3,9
mar.	3,0	-0,8	-0,2	3,3	4,1	4,2	4,2
apr.	3,8	-0,2	0,1	3,5	4,1	4,4	4,5
mag.	3,8	-0,3	0,2	3,4	4,1	4,4	4,7
giu.	3,7	—	0,2	3,3	4,3	4,5	4,7
lug.	3,9	0,1	0,7	3,4	4,4	4,7	4,6
ago.	4,3	0,4	0,8	3,5	4,4	4,8	4,5

Fonti: Bollettini nazionali, OCSE.

Prezzi all'ingrosso

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania federale (1)	Francia (1)	Regno Unito (1)	Italia	Canada (1)
1981	9,0	1,0	6,0	12,0	9,5	16,6	10,2
1982	1,8	2,0	4,8	10,7	7,8	13,9	6,7
1983	1,8	-1,9	1,5	8,9	5,5	9,7	3,5
1984	2,7	—	2,8	8,9	6,1	10,4	4,5
1985	-0,9	-1,0	2,0	4,8	5,5	7,3	2,7
1986	-2,6	-10,0	-2,9	-3,2	4,5	-0,9	0,9
1985 — II trim.	-0,9	—	2,6	5,4	5,6	8,3	2,8
III »	-1,7	-2,0	2,0	4,0	5,6	6,9	2,0
IV »	—	-4,0	0,9	2,0	5,1	5,9	2,6
1986 — I trim.	-1,7	-5,9	-1,3	-0,7	5,0	2,5	2,3
II »	-3,5	-9,0	-3,0	-3,2	4,5	-1,4	0,2
III »	-2,6	-11,1	-3,7	-3,9	4,4	-2,2	0,5
IV »	-3,5	-10,3	-3,7	-3,3	4,2	-2,4	0,4
1987 — I trim.	-0,9	-8,4	-2,4	-2,0	4,1	-0,3	-0,2
II »	2,7	-5,5	-0,9	....	3,5	2,4	2,6
1986 — lug.	-3,5	-11,0	-3,8	....	4,4	-2,2	0,2
ago.	-2,6	-11,1	-3,6	....	4,4	-2,1	0,6
set.	-2,6	-12,1	-3,8	....	4,4	-2,3	0,7
ott.	-3,5	-11,2	-3,8	....	4,3	-2,4	0,8
nov.	-3,5	-10,3	-3,9	....	4,2	-2,3	0,5
dic.	-3,5	-10,3	-3,6	....	4,2	-2,5	-0,2
1987 — gen.	-2,6	-9,4	-2,7	....	4,3	-1,7	-0,5
feb.	—	-9,5	-2,6	....	4,2	-0,2	-0,5
mar.	0,9	-6,5	-2,1	....	3,7	0,6	0,2
apr.	2,7	-6,5	-1,4	....	3,5	1,6	1,5
mag.	2,7	-5,5	-0,7	....	3,5	2,7	3,0
giu.	3,6	-4,4	-0,5	....	3,6	2,9	3,2
lug.	3,6	-2,2	0,4	....	3,6	3,8	3,4
ago.	3,2	-1,1	....	....	3,6	4,1	....

Fonti: Bollettini nazionali, OCSE.

(1) Per la Germania, prezzi alla produzione totali; per la Francia, prezzi alla produzione dei beni intermedi; per il Regno Unito e per il Canada, prezzi alla produzione dei manufatti.

Tassi di interesse sui mercati monetari
(valori percentuali)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania federale	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
Tassi ufficiali di riferimento (1) (dati di fine periodo)							
1981 — dic.	12,0	5,5	7,5	9,5	14,5	19,0	14,7
1982 — dic.	8,5	5,5	5,0	9,5	10,1	18,0	10,3
1983 — dic.	8,5	5,0	4,0	9,5	9,0	17,0	10,0
1984 — dic.	8,0	5,0	4,5	9,5	9,6	16,5	10,2
1985 — dic.	7,5	5,0	4,0	9,5	11,5	15,0	9,5
1986 — ago.	5,5	3,5	3,5	9,5	10,0	12,0	8,6
set.	5,5	3,5	3,5	9,5	10,0	12,0	8,6
ott.	5,5	3,0	3,5	9,5	11,0	12,0	8,6
nov.	5,5	3,0	3,5	9,5	11,0	12,0	8,5
dic.	5,5	3,0	3,5	9,5	11,0	12,0	8,5
1987 — gen.	5,5	3,0	3,0	9,5	11,0	12,0	7,7
feb.	5,5	2,5	3,0	9,5	11,0	12,0	7,6
mar.	5,5	2,5	3,0	9,5	10,0	11,5	7,1
apr.	5,5	2,5	3,0	9,5	9,5	11,5	8,3
mag.	5,5	2,5	3,0	9,5	9,0	11,5	8,5
giu.	5,5	2,5	3,0	9,5	9,0	11,5	8,6
lug.	5,5	2,5	3,0	9,5	9,0	11,5	8,8
ago.	5,5	2,5	3,0	9,5	10,0	12,0	9,2
Tassi di mercato monetario (2) (dati medi mensili)							
1981 — dic.	10,8	6,8	10,8	15,3	15,4	21,4	14,4
1982 — dic.	7,9	7,1	6,6	12,7	10,6	19,1	9,8
1983 — dic.	9,0	6,3	6,5	12,2	9,4	17,0	9,7
1984 — dic.	8,1	6,3	5,8	10,7	9,8	14,7	9,8
1985 — dic.	7,1	8,0	4,8	9,0	11,8	13,1	9,2
1986 — ago.	5,5	4,7	4,6	7,1	9,8	10,4	8,3
set.	5,2	4,8	4,5	7,1	10,1	10,6	8,4
ott.	5,2	4,8	4,6	7,4	11,0	10,4	8,3
nov.	5,3	4,3	4,7	7,5	11,2	10,3	8,2
dic.	5,5	4,4	4,8	8,1	11,4	10,3	8,2
1987 — gen.	5,4	4,3	4,5	8,6	11,0	10,2	7,2
feb.	5,6	4,2	4,0	8,5	10,9	10,0	7,3
mar.	5,6	3,9	4,0	8,0	10,0	9,9	6,8
apr.	5,6	3,9	3,9	8,0	9,8	9,9	8,1
mag.	5,7	3,7	3,8	8,2	8,8	9,9	8,2
giu.	5,7	3,6	3,7	8,3	8,9	9,9	8,3
lug.	5,7	3,6	3,8	8,0	9,2	10,8	9,0
ago.	6,0	3,7	3,9	8,0	10,0	10,9	9,0

Fonti: Bollettini nazionali, FMI, BRI e OCSE.

(1) Regno Unito: *Base rate*; tutti gli altri paesi: tasso di sconto. — (2) USA: tasso sui buoni del Tesoro a 3 mesi; Giappone: tasso sui titoli privati a 2 mesi; Germania: tasso interbancario a 3 mesi; Francia: tasso interbancario a 3 mesi; Regno Unito: tasso interbancario a 3 mesi; Italia: tasso d'asta sui BOT a 6 mesi; Canada: tasso sui buoni del Tesoro a 3 mesi (fine periodo).

Tassi di interesse e corsi azionari sui mercati finanziari

(dati medi mensili)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania federale	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
Tassi delle obbligazioni (1)							
1981 — dic.	13,7	7,9	9,7	16,0	15,6	21,3	15,3
1982 — dic.	9,9	7,5	7,9	14,8	11,3	19,6	11,7
1983 — dic.	11,1	6,9	8,2	13,3	10,3	17,7	12,0
1984 — dic.	10,6	6,3	7,0	11,8	10,5	14,5	11,7
1985 — dic.	8,4	5,8	6,5	10,5	10,4	13,7	10,1
1986 — ago.	6,5	4,7	5,7	7,7	9,4	10,8	9,2
set.	6,6	5,0	5,8	7,8	10,0	10,4	9,4
ott.	6,6	4,8	6,0	8,2	10,6	10,3	9,5
nov.	6,5	4,7	6,1	8,6	10,8	10,3	9,3
dic.	6,4	4,6	5,9	8,7	10,7	10,1	9,2
1987 — gen.	6,4	4,2	5,8	8,7	10,1	9,8	8,9
feb.	6,6	4,0	5,7	8,9	9,8	9,8	9,1
mar.	6,6	3,7	5,6	8,5	9,2	10,0	9,0
apr.	7,3	3,4	5,5	8,6	9,1	10,1	9,8
mag.	8,0	3,4	5,4	8,9	8,8	10,2	9,9
giu.	7,8	3,9	5,6	9,3	8,9	10,4	9,8
lug.	7,7	4,4	5,8	9,3	9,2	10,9	10,2
ago.	8,0	4,5	6,0	9,9	10,1	11,3	10,4
Indici azionari (1975 = 100) (2)							
1981 — dic.	145,3	181,6	106,5	125,8	232,9	138,9	195,4
1982 — dic.	163,6	187,1	114,3	137,8	285,0	131,0	195,8
1983 — dic.	193,1	227,6	160,3	207,6	350,0	161,1	255,2
1984 — dic.	193,2	277,2	173,4	247,6	436,4	187,8	240,0
1985 — dic.	243,8	322,5	283,9	347,2	507,5	441,1	290,0
1986 — ago.	285,6	476,1	303,5	530,8	588,7	896,9	302,8
set.	279,2	481,5	311,9	534,3	599,5	884,1	297,9
ott.	278,4	456,0	306,3	520,8	588,1	887,9	303,9
nov.	287,9	458,8	309,4	524,2	610,4	870,6	304,7
dic.	291,4	498,4	314,0	555,5	615,8	820,4	306,6
1987 — gen.	308,5	521,8	295,2	562,0	655,1	839,4	334,9
feb.	330,3	558,5	265,9	572,8	714,2	801,6	349,9
mar.	343,2	593,3	263,2	608,8	752,0	799,9	374,0
apr.	339,3	655,8	275,3	617,8	743,7	849,8	371,7
mag.	339,4	687,5	270,0	600,6	811,4	828,0	368,5
giu.	353,3	701,1	276,1	561,6	849,1	808,9	374,0
lug.	363,3	641,6	293,1	565,7	904,1	788,6	403,0
ago.	386,6	676,3	304,2	567,3	862,4	732,9	....

Fonti: Bollettini nazionali, FMI, BRI e OCSE.

(1) Tassi di rendimento delle obbligazioni pubbliche. — (2) Per l'Italia 1958 = 100.

Tassi di interesse e premio/sconto del dollaro statunitense sui mercati internazionali

(dati di fine periodo)

	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Marco tedesco	Sterlina inglese	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Marco tedesco	Sterlina inglese
Eurotassi a 3 mesi				Eurotassi a 12 mesi				
1981 — dic.	13,75	6,12	10,50	15,69	14,75	6,87	10,25	15,37
1982 — dic.	9,19	6,75	5,88	10,44	9,63	6,81	6,00	10,31
1983 — dic.	9,81	6,31	5,88	9,31	10,38	6,44	6,38	9,81
1984 — dic.	8,63	6,19	5,50	9,88	9,81	6,13	5,56	10,19
1985 — dic.	7,88	6,56	4,75	11,81	7,94	6,38	4,81	11,69
1986 — ago.	5,56	4,75	4,31	9,81	5,69	4,63	4,31	9,56
set.	6,00	4,88	4,50	10,19	6,19	4,88	4,63	10,81
ott.	5,81	4,56	4,50	11,13	5,88	4,56	4,63	11,06
nov.	6,00	4,50	4,62	11,37	6,00	4,50	4,69	11,37
dic.	6,25	4,50	4,87	11,12	6,12	4,31	4,81	11,06
1987 — gen.	6,12	4,25	4,12	11,00	6,12	4,06	4,19	10,75
feb.	6,31	4,25	4,00	10,69	6,37	4,06	4,12	10,31
mar.	6,50	4,00	3,87	9,81	6,69	4,00	4,00	9,62
apr.	7,00	3,94	3,81	9,25	7,62	3,94	4,00	9,12
mag.	7,25	3,87	3,75	8,81	7,94	3,94	3,87	9,06
giu.	7,06	4,00	3,81	9,19	7,62	4,06	3,87	9,31
lug.	7,00	4,06	3,94	9,44	7,69	4,25	4,00	10,06
ago.	7,13	4,00	4,00	10,44	7,88	4,28	4,38	10,94
Premio (-)/Sconto (+) del dollaro statunitense a 3 mesi				Premio (-)/Sconto (+) del dollaro statunitense a 12 mesi				
1981 — dic.		7,63	3,25	-1,94		7,88	4,50	-0,62
1982 — dic.		2,44	3,31	-1,25		2,82	3,63	-0,68
1983 — dic.		3,50	3,93	0,50		3,94	4,00	0,57
1984 — dic.		2,44	3,13	-1,25		3,68	4,25	-0,38
1985 — dic.		1,32	3,13	-3,93		1,56	3,13	-3,75
1986 — ago.		0,81	1,25	-4,25		1,06	1,38	-3,87
set.		1,12	1,50	-4,19		1,31	1,56	-4,62
ott.		1,25	1,31	-5,32		1,32	1,25	-5,18
nov.		1,50	1,38	-5,37		1,50	1,31	-5,37
dic.		1,75	1,38	-4,87		1,81	1,31	-4,94
1987 — gen.		1,87	2,00	-4,88		2,06	1,93	-4,63
feb.		2,06	2,31	-4,38		2,31	2,25	-3,94
mar.		2,50	2,63	-3,31		2,69	2,69	-2,93
apr.		3,06	3,19	-2,25		3,68	3,62	-1,50
mag.		3,38	3,50	-1,56		4,00	4,07	-1,12
giu.		3,06	3,25	-2,13		3,56	3,75	-1,69
lug.		2,94	3,06	-2,44		3,44	3,69	-2,37
ago.		3,13	3,13	-3,31		3,60	3,50	-3,06

Fonte: Morgan Guaranty, World Financial Markets.

Quotazioni delle principali valute e dell'oro

(media nel periodo)

PERIODO	Lire per una unità di valuta								Oro (dollari per oncia) (1)
	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Marco tedesco	Franco francese	Sterlina inglese	Franco svizzero	DSP	ECU	
1981	1.138,0	5,1567	502,91	209,18	2.286,7	580,30	1.341,9	1.263,4	397,50
1982	1.353,6	5,4382	557,26	206,08	2.362,0	666,47	1.494,4	1.323,7	456,90
1983	1.519,2	6,3995	594,53	199,43	2.301,7	722,77	1.624,0	1.349,7	381,50
1984	1.756,5	7,3905	617,27	201,08	2.339,8	747,54	1.800,4	1.380,9	308,30
1985	1.909,7	8,0240	650,26	213,08	2.462,5	780,26	1.939,0	1.447,8	327,00
1986	1.489,6	8,8749	686,98	215,07	2.185,5	830,61	1.747,5	1.461,9	390,90
1985 — III trim. ..	1.896,6	7,9333	664,06	217,77	2.602,6	805,63	1.948,2	1.483,6	325,75
IV » ..	1.751,7	8,4526	677,37	222,00	2.515,0	820,74	1.888,8	1.494,1	327,00
1986 — I trim. ..	1.599,6	8,5203	680,94	221,77	2.302,3	808,52	1.799,4	1.476,1	344,00
II » ..	1.538,9	9,0712	685,67	215,56	2.321,9	825,61	1.786,7	1.475,7	346,75
III » ..	1.436,9	9,2194	688,50	211,85	2.141,3	851,35	1.728,3	1.454,4	423,20
IV » ..	1.389,5	8,6728	692,53	211,42	1.985,8	835,44	1.675,6	1.442,5	390,90
1987 — I trim. ..	1.306,3	8,5330	710,60	213,30	2.014,1	845,45	1.647,1	1.469,3	421,00
II » ..	1.299,8	9,1158	719,77	215,68	2.135,1	872,01	1.682,1	1.494,5	447,30
III » ..	1.331,1	9,0564	723,64	216,95	2.151,9	872,53	1.699,2	1.501,4	460,35
1986 — ago.	1.420,8	9,2217	688,62	211,29	2.110,9	854,96	1.717,0	1.450,5	384,70
set.	1.408,2	9,1086	690,41	210,79	2.073,9	852,57	1.704,7	1.448,1	423,20
ott.	1.386,6	8,8753	691,92	211,34	1.977,9	844,96	1.680,3	1.441,4	401,00
nov.	1.402,1	8,6070	692,01	211,62	1.996,2	831,31	1.680,3	1.443,2	389,50
dic.	1.380,3	8,5057	693,74	211,30	1.984,6	828,63	1.666,6	1.443,1	390,90
1987 — gen.	1.314,7	8,5164	709,12	212,64	1.983,1	845,21	1.644,9	1.463,9	400,50
feb.	1.299,6	8,4646	711,39	213,55	1.982,5	842,48	1.640,3	1.467,8	405,85
mar.	1.304,6	8,6180	711,28	213,72	2.076,9	848,65	1.656,0	1.476,3	421,00
apr.	1.292,2	9,0497	713,32	214,21	2.106,2	864,27	1.668,9	1.482,1	453,25
mag.	1.291,1	9,1893	722,25	216,14	2.153,7	878,72	1.684,2	1.499,7	451,00
giu.	1.316,0	9,1083	723,75	216,70	2.145,5	873,03	1.693,1	1.501,6	447,30
lug.	1.337,1	8,8989	723,82	217,39	2.152,1	870,62	1.697,2	1.502,7	462,50
ago.	1.345,8	9,1193	724,26	216,99	2.149,0	874,49	1.708,2	1.501,8	453,40
set.	1.310,3	9,1509	722,84	216,46	2.154,4	872,49	1.692,1	1.499,6	460,35

(1) Dati di fine periodo.

Tassi di cambio effettivi nominali (1)

(indici 1980 = 100)

PERIODO	Stati Uniti	Canada	Giappone	Germania federale	Francia	Regno Unito	Italia	Svizzera
1981	108,7	100,3	113,7	96,8	94,0	102,3	90,8	102,5
1982	119,8	100,1	106,8	102,6	86,9	98,4	85,1	110,9
1983	122,9	101,6	117,0	106,5	80,5	91,2	82,0	115,8
1984	130,9	98,4	124,2	106,1	77,7	87,5	78,6	114,7
1985	135,1	93,9	126,8	106,2	78,4	87,1	74,2	113,5
1986	110,3	87,2	159,1	113,5	79,4	78,8	74,4	122,3
1985 — III trim.....	133,1	93,7	124,0	106,7	78,8	91,0	72,5	115,2
IV »	123,7	90,6	137,4	108,5	80,1	87,8	72,3	116,8
1986 — I trim.....	117,1	87,6	146,6	111,2	81,3	81,9	73,4	117,5
II »	111,4	87,8	158,5	111,9	78,7	82,8	73,7	119,8
III »	106,2	86,7	168,6	114,3	78,3	77,5	74,8	126,1
IV »	106,4	86,8	162,6	116,7	79,1	72,9	75,6	125,6
1987 I trim.....	100,7	88,6	163,5	119,2	79,0	74,0	75,0	126,2
II »	97,3	88,1	173,2	118,6	78,6	77,2	73,6	127,5
III »	98,7	89,1	169,7	118,6	78,6	77,3	73,1	126,9
1986 — ago.....	105,6	86,4	169,9	114,6	78,3	76,8	75,0	127,0
set.....	105,5	86,4	168,7	115,3	78,3	75,6	75,2	127,0
ott.....	105,5	86,4	166,8	116,4	79,2	72,5	75,6	127,0
nov.....	107,3	86,9	160,8	116,6	79,1	73,2	75,6	124,9
dic.....	106,5	87,1	160,1	117,2	79,1	73,1	75,8	125,0
1987 — gen.....	101,9	87,3	163,2	119,2	78,9	72,9	75,3	126,6
feb.....	100,5	88,8	163,0	119,6	79,3	72,9	75,1	126,0
mar.....	99,6	89,6	164,4	118,8	78,8	76,1	74,6	125,9
apr.....	97,2	89,1	172,9	118,4	78,6	76,8	74,2	127,3
mag.....	96,6	87,3	174,9	118,7	78,5	77,7	73,3	128,2
giu.....	98,1	87,9	171,7	118,7	78,5	77,2	73,2	126,9
lug.....	99,6	89,1	166,3	118,6	78,7	77,3	73,1	126,6
ago.....	99,4	89,1	169,8	118,5	78,4	77,0	73,0	126,9
set.....	97,2	89,2	172,9	118,7	78,5	77,7	73,3	127,1

(1) Calcolati sulla base delle quote del commercio internazionale con i principali 14 paesi. — Per il metodo di calcolo si veda la sezione Note Metodologiche dell'Appendice della Relazione della Banca d'Italia sul 1983.

Tassi di cambio effettivi reali (1)

(indici 1980 = 100)

PERIODO	Stati Uniti	Canada	Giappone	Germania federale	Francia	Regno Unito	Italia	Svizzera
1981	112,5	100,6	104,6	93,3	97,5	102,7	98,0	99,6
1982	121,2	103,1	94,0	96,3	94,3	99,8	98,1	103,5
1983	122,4	106,5	99,4	96,9	92,0	94,0	100,6	104,5
1984	128,6	105,8	101,8	94,4	91,7	91,8	102,0	102,3
1985	130,4	102,8	100,8	93,2	95,4	94,0	100,4	100,2
1986	104,5	99,5	123,1	99,2	99,9	91,4	103,3	105,3
1985 — II trim.	134,9	103,1	97,7	92,1	94,4	94,8	101,3	98,7
III »	128,3	102,7	98,4	93,6	96,4	98,7	98,4	101,1
IV »	119,7	99,7	107,9	95,0	98,4	96,2	99,0	102,5
1986 — I trim.	111,7	98,9	115,2	97,4	100,3	92,1	101,2	102,3
II »	105,1	99,5	124,2	97,9	98,9	96,0	101,7	103,7
III »	99,9	99,6	130,5	99,9	99,5	91,1	104,0	108,3
IV »	101,1	100,0	122,6	101,7	100,9	86,6	106,2	106,7
1987 — I trim.	97,0	101,0	121,5	103,4	101,0	88,3	106,3	106,0
II »	94,3	100,6	127,6	102,7	100,6	92,8	105,0	106,7
1986 — giu.	104,9	98,9	125,2	97,9	99,3	95,7	102,0	104,6
lug.	101,1	99,9	130,4	98,7	99,5	93,9	102,8	107,0
ago.	99,1	99,3	132,2	100,1	99,2	90,2	104,3	109,5
set.	99,6	99,5	128,9	100,9	99,6	89,2	104,9	108,5
ott.	100,1	99,6	126,1	101,6	101,0	85,8	105,9	108,5
nov.	101,9	100,1	121,3	101,6	100,9	86,9	106,1	105,7
dic.	101,2	100,2	120,5	102,0	100,9	87,0	106,7	105,7
1987 — gen.	97,7	100,0	121,5	103,7	100,9	86,8	106,6	106,4
feb.	97,1	101,1	120,8	103,7	101,3	87,1	106,5	106,0
mar.	96,1	102,0	122,1	102,9	100,7	91,0	105,8	105,7
apr.	94,0	101,7	127,8	102,5	100,8	92,1	105,7	106,5
mag.	93,7	99,7	128,7	102,9	100,6	93,5	104,7	107,2
giu.	95,2	100,5	126,3	102,8	100,6	92,9	104,6	106,3
lug.	96,6	102,0	122,3	102,9	100,9	93,1	104,5	105,7
ago. (*)	96,5	102,0	124,6	102,7	100,5	92,8	104,4	105,8

Fonte: Elaborazioni su dati FMI, Istat, OCSE. — Per il metodo di calcolo si veda la sezione Note Metodologiche dell'Appendice della Relazione della Banca d'Italia sul 1983.

(1) Calcolati sulla base dei prezzi all'ingrosso dei manufatti. La ricostruzione di un indicatore del prezzo della produzione industriale per l'Italia che include il comparto dei derivati petroliferi, effettuata per accrescere la omogeneità con i prezzi degli altri paesi, e l'analoga modifica dell'indice pubblicato dall'OCSE (Main Economic Indicators) per l'Olanda, hanno comportato una revisione delle serie storiche degli indicatori che appaiono in questa tavola. — (*) Dati provvisori e parzialmente stimati.

Esposizione verso l'estero del sistema creditizio italiano (1)

(consistenze di fine periodo in miliardi di lire)

GRUPPI DI PAESI E PAESI (2)	1986	1987	
	dicembre	marzo	giugno
Paesi industriali	125.859	118.552	132.476
Paesi OPEC	3.804	3.407	3.530
Altri PVS	9.732	9.230	9.854
di cui: America latina	6.166	5.849	6.072
Africa	1.500	1.416	1.586
Asia	1.047	1.057	1.243
Medio Oriente	1.019	908	953
Paesi dell'Est europeo	6.213	6.453	7.568
Centri offshore	11.714	11.149	14.054
Organizzazioni internazionali	620	706	750
Totale	157.942	149.497	168.232
<i>per memoria:</i>			
<i>Paesi interessati dal Piano Baker:</i>			
Argentina	1.433	1.311	1.480
Bolivia	2	1	1
Brasile	1.311	1.275	1.306
Cile	269	258	249
Colombia	256	205	203
Costa d'Avorio	58	54	51
Ecuador	252	238	199
Filippine	221	199	192
Jugoslavia	559	503	478
Marocco	363	370	498
Messico	1.972	1.850	1.941
Nigeria	177	167	208
Perù	353	327	313
Uruguay	38	37	36
Venezuela	674	636	635
Totale	7.938	7.431	7.790

(1) Ai fini che qui interessano si precisa che:

- «sistema creditizio italiano» individua le unità operative delle aziende di credito e degli istituti di credito speciale (filiali in Italia, filiali all'estero) e le filiali italiane di banche estere;
- nell'esposizione si ricomprendono tutte le attività dei soggetti sopra individuati verso operatori non residenti. Nell'aggregato non vengono ricompresi i rapporti intrattenuti da unità all'estero nella valuta del paese di insediamento con operatori locali.

(2) L'aggregazione per aree geografiche segue i criteri utilizzati dalla BRI.

Conto economico delle risorse e degli impieghi

(variazioni percentuali sul periodo precedente)

PERIODO	RISORSE			IMPIEGHI						
	Prodotto interno lordo	Impor- tazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Consumi delle famiglie	Altri impieghi interni (1)	Espor- tazioni	
				Costruzioni	Attrezzature e mezzi di trasporto	Totale				
Quantità a prezzi 1980										
1982	0,2	-0,7	0,1	-6,6	-4,8	-5,7	1,1	6,4	-1,1	
1983	0,5	-1,6	0,1	0,8	-4,2	-1,6	0,4	-1,5	2,3	
1984	3,5	11,3	4,9	0,6	8,9	4,4	2,2	12,8	7,6	
1985	2,7	5,3	3,2	-0,5	7,4	3,3	2,7	4,2	4,0	
1986	2,7	5,1	3,2	-0,7	3,1	1,2	3,2	5,8	3,1	
1985 — I trim...	0,8	-0,3	0,6	-0,3	4,6	2,1	0,8	-0,7	-0,1	
II » ..	0,6	0,3	0,5	0,4	-0,1	0,2	1,0	1,7	-1,4	
III » ..	1,0	-1,1	0,6	-1,3	0,2	-0,6	1,1	-0,6	1,4	
IV » ..	0,8	4,6	1,5	1,0	0,4	0,7	0,6	1,7	4,7	
1986 — I trim...	-0,3	2,1	0,2	-0,9	0,3	-0,3	0,7	3,4	-3,1	
II » ..	2,0	-2,6	1,1	0,1	3,5	1,8	0,7	-4,0	5,6	
III » ..	0,5	6,7	1,7	0,6	-0,5	0,1	0,9	8,1	0,3	
IV » ..	0,2	-4,9	-0,8	-1,7	0,2	-0,7	1,2	0,1	-7,0	
1987 — I trim...	0,1	4,6	1,0	0,1	0,8	0,4	1,5	-0,1	1,0	
II trim...	1,4	2,7	1,7	1,5	2,7	2,1	1,0	3,9	1,3	
Prezzi impliciti										
1982	16,2	12,3	15,4	17,0	14,4	15,8	16,2	11,9	15,4	
1983	15,3	4,8	13,3	13,0	10,7	12,1	14,9	15,0	8,6	
1984	10,2	10,8	10,3	9,1	9,3	9,0	11,4	7,5	10,4	
1985	8,8	7,1	8,5	8,9	7,2	7,9	9,3	6,7	8,1	
1986	8,0	-16,3	3,4	3,7	5,1	4,3	6,1	1,9	-4,5	
1985 — I trim...	2,8	3,2	2,8	2,9	1,3	2,0	2,6	3,8	3,7	
II » ..	2,4	2,5	2,4	2,1	1,9	2,0	2,5	2,9	2,0	
III » ..	2,0	-1,8	1,3	1,8	1,8	1,7	1,9	-0,8	0,8	
IV » ..	1,2	-2,1	0,6	1,1	1,5	1,3	1,8	-2,6	-0,9	
1986 — I trim...	2,2	-6,4	0,5	0,2	1,3	0,7	1,4	0,8	-2,8	
II » ..	2,3	-7,6	0,8	0,8	0,5	0,6	1,2	3,8	-2,2	
III » ..	2,1	-7,6	0,3	0,8	1,5	1,2	1,2	-2,5	-1,4	
IV » ..	1,4	1,9	1,8	1,0	0,4	0,6	0,9	5,0	1,8	
1987 — I trim...	0,8	0,4	0,5	0,7	1,8	1,2	1,1	-2,0	0,1	
II trim...	1,5	3,8	1,8	0,9	1,5	1,2	1,1	4,0	2,4	

Fonte: Istat, dati destagionalizzati.

(1) Sono comprensivi dei consumi collettivi e delle variazioni delle scorte.

Produzione industriale e indicatori d'opinioni ISCO

(dati destagionalizzati) (1)

PERIODO	PRODUZIONE INDUSTRIALE				INDICATORI CONGIUNTURALI ISCO				
	Indice generale	Beni di consumo	Beni di investimento	Beni intermedi	Livello degli ordini			Domanda attesa a 3-4 mesi	Scorte di prodotti finiti rispetto al normale (2)
					Interno	Estero	Totale		
	<i>(indici 1980 = 100)</i>				<i>(media dei saldi mensili delle risposte all'inchiesta)</i>				
1982	95,4	97,6	95,8	93,7	-53,6	-49,2	-52,6	-14,5	17,3
1983	92,3	94,2	92,6	90,9	-51,2	-43,9	-49,0	-8,6	13,0
1984	95,4	96,3	94,4	95,2	-27,5	-26,8	-24,1	7,4	7,8
1985	96,5	97,5	99,2	94,9	-22,7	-29,7	-21,1	7,6	6,1
1986	99,2	101,1	103,1	96,5	-18,8	-23,9	-18,0	11,2	4,9
1982 — I trim. ...	98,4	98,9	100,6	97,3	-48,9	-45,2	-47,0	-9,5	15,7
II » ...	95,7	97,4	97,1	94,1	-50,1	-47,0	-50,3	-11,8	18,0
III » ...	94,8	97,1	94,4	93,4	-54,9	-51,6	-54,3	-14,8	19,7
IV » ...	92,6	97,2	91,1	90,0	-60,6	-53,0	-58,8	-21,7	16,0
1983 — I trim. ...	91,7	95,9	91,2	89,0	-57,6	-52,8	-58,0	-19,0	15,3
II » ...	91,0	93,4	90,8	89,3	-54,7	-42,9	-52,3	-11,8	17,7
III » ...	92,5	93,6	93,4	91,3	-49,4	-45,5	-46,5	-3,7	13,3
IV » ...	94,2	93,9	95,1	94,0	-43,2	-34,2	-39,3	0,2	5,7
1984 — I trim. ...	93,2	93,1	92,1	93,8	-35,0	-30,6	-31,4	4,3	11,3
II » ...	95,3	96,9	92,1	95,3	-28,3	-22,0	-24,8	9,3	6,7
III » ...	97,0	97,9	96,5	96,5	-24,9	-25,1	-21,8	8,5	8,7
IV » ...	96,2	97,3	96,9	95,2	-21,7	-29,4	-18,5	7,6	4,7
1985 — I trim. ...	96,2	96,8	98,7	94,9	-23,1	-29,1	-21,2	6,4	6,0
II » ...	96,8	98,0	99,0	95,1	-25,7	-30,5	-23,5	5,9	8,3
III » ...	96,2	97,4	98,5	94,6	-19,9	-29,4	-19,1	9,3	5,3
IV » ...	96,9	97,8	100,5	95,0	-22,2	-29,8	-20,7	8,9	4,7
1986 — I trim. ...	98,9	100,8	102,1	96,4	-24,7	-25,8	-21,8	8,5	4,3
II » ...	98,7	100,3	103,7	96,0	-15,9	-24,5	-18,1	11,4	8,7
III » ...	98,2	99,7	101,6	96,0	-18,2	-23,7	-17,0	12,0	4,0
IV » ...	100,8	103,6	104,9	97,4	-16,3	-21,7	-15,1	13,1	2,7
1987 — I trim. ...	101,4	104,0	103,7	98,7	-11,9	-24,8	-11,8	12,6	4,0
II » ...	103,7	105,1	106,6	101,7	-9,2	-27,9	-11,3	9,7	1,7

Fonte: Elaborazioni della Banca d'Italia su dati Istat e Isco.

(1) Gli indici della produzione industriale sono anche rettificati per tener conto delle variazioni nel numero di giornate lavorative. — (2) Dati grezzi.

Forze di lavoro, occupazione e disoccupazione (1)

(dati destagionalizzati in migliaia di unità; per il tasso di disoccupazione e il tasso di attività, valori percentuali)

PERIODO	OCCUPATI					In cerca di occupazione	Forze di lavoro	Tasso di disoccupazione	Tasso di disoccupazione corretto C.I.G.	Tasso di attività
	Agricoltura	Industria in senso stretto	Costruzioni	Altre attività	Totale					
1981	2.690	5.540	2.090	10.201	20.521	1.822	22.344	8,2	9,6	40,0
1982	2.516	5.433	2.084	10.470	20.502	1.947	22.449	8,7	10,2	40,1
1983	2.525	5.267	2.053	10.727	20.572	2.174	22.747	9,6	11,4	40,4
1984	2.397	5.062	1.954	11.236	20.649	2.255	22.904	9,8	11,9	40,6
1985	2.304	4.967	1.917	11.586	20.774	2.350	23.124	10,2	11,9	40,9
1986	2.232	4.938	1.874	11.821	20.865	2.611	23.476	11,1	12,6	41,5
1983 — I trim.....	2.493	5.334	2.060	10.659	20.546	2.106	22.651	9,3	11,1	40,3
II »	2.515	5.288	2.058	10.711	20.571	2.151	22.723	9,5	11,4	40,4
III »	2.556	5.246	2.066	10.700	20.568	2.176	22.744	9,6	11,3	40,4
IV »	2.535	5.202	2.029	10.839	20.604	2.265	22.869	9,9	11,7	40,6
1984 — I trim.....	2.468	5.140	1.973	10.999	20.579	2.288	22.867	10,0	11,9	40,6
II »	2.409	5.080	1.964	11.147	20.600	2.244	22.844	9,8	11,8	40,5
III »	2.383	5.034	1.941	11.359	20.716	2.230	22.946	9,7	11,9	40,7
IV »	2.326	4.995	1.940	11.440	20.701	2.259	22.960	9,8	11,9	40,7
1985 — I trim.....	2.291	4.971	1.957	11.476	20.695	2.267	22.962	9,9	12,0	40,6
II »	2.316	4.964	1.922	11.585	20.787	2.304	23.090	10,0	11,6	40,9
III »	2.302	4.978	1.886	11.623	20.789	2.387	23.176	10,3	11,9	41,0
IV »	2.307	4.955	1.902	11.661	20.824	2.443	23.268	10,5	12,1	41,2
1986 — I trim.....	2.277	4.959	1.900	11.738	20.873	2.487	23.360	10,6	12,3	41,3
II »	2.214	4.951	1.878	11.778	20.820	2.549	23.370	10,9	12,6	41,3
III »	2.206	4.921	1.868	11.851	20.847	2.668	23.515	11,3	12,7	41,5
IV »	2.230	4.923	1.849	11.916	20.918	2.741	23.659	11,6	12,9	41,8
1987 — I trim.....	2.233	4.862	1.851	11.934	20.879	2.745	23.624	11,6	12,8	41,7

Fonte: Istat ed elaborazioni interne.

Legenda: C.I.G. = Cassa integrazione guadagni.

(1) I dati annui sono la media dei valori trimestrali grezzi e non coincidono necessariamente con le medie annue dei valori destagionalizzati.

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		
1981	16,5	17,8	18,0	17,5	18,2	18,6	22,7	19,5	19,3	18,4
1982	14,8	14,8	12,9	13,9	16,4	15,7	17,5	16,5	16,4	16,0
1983	11,3	13,0	8,0	9,7	12,3	14,1	18,2	14,7	14,9	13,9
1984	9,8	9,8	10,9	10,4	9,1	10,4	13,2	10,8	10,6	11,1
1985	8,4	7,8	6,5	7,3	8,7	8,6	10,4	9,2	8,6	8,4
1986	3,0	5,7	-5,4	-0,9	5,5	3,7	8,9	5,9	6,1	5,9
1985 — I trim.	8,1	8,2	8,6	8,4	8,2	8,5	11,6	9,3	8,6	8,6
II »	9,0	8,1	7,8	8,3	8,5	9,0	10,9	9,4	8,8	8,7
III »	8,3	7,9	5,7	6,9	8,8	8,8	9,8	9,1	8,5	8,3
IV »	8,0	7,2	4,0	5,9	9,2	8,2	9,4	8,9	8,5	8,1
1986 — I trim.	5,5	6,8	-0,7	2,5	7,7	6,0	9,2	7,5	7,6	6,6
II »	2,5	5,8	-6,0	-1,4	5,8	3,7	9,3	6,1	6,4	5,5
III »	2,2	5,6	-7,4	-2,2	4,9	3,1	8,9	5,5	5,9	6,0
IV »	1,9	4,9	-7,5	-2,4	3,8	2,0	8,1	4,4	4,7	5,6
1987 — I trim.	2,5	5,2	-4,0	-0,4	4,1	2,9	6,2	4,3	4,3	5,6
II »	3,3	5,9	0,8	2,4	4,2	3,8	5,4	4,4	4,2	5,3
III »									4,6	
1986 — lug.	2,0	5,6	-7,2	-2,2	4,9	3,2	9,0	5,5	5,9	5,9
ago.	2,5	5,8	-7,5	-2,1	4,9	3,1	8,9	5,5	5,9	6,2
set.	2,2	5,3	-7,5	-2,3	4,9	2,9	8,8	5,3	5,8	5,8
ott.	2,0	5,0	-7,5	-2,4	3,9	2,4	8,3	4,7	5,1	5,6
nov.	2,1	4,8	-7,5	-2,3	3,8	2,0	8,0	4,4	4,7	5,6
dic.	1,7	4,8	-7,4	-2,5	3,6	1,5	8,0	4,2	4,3	5,6
1987 — gen.	2,2	5,7	-6,3	-1,7	4,1	2,0	7,1	4,2	4,5	5,9
feb.	2,7	4,9	-3,7	-0,2	4,0	3,3	6,0	4,4	4,2	5,6
mar.	2,8	5,0	-2,1	0,6	4,0	3,3	5,6	4,2	4,2	5,4
apr.	3,1	5,3	-0,6	1,6	4,2	3,6	5,4	4,4	4,2	5,5
mag.	3,5	6,3	1,3	2,7	4,2	3,7	5,5	4,4	4,2	5,2
giu.	3,4	6,2	1,8	2,9	4,1	4,3	5,4	4,5	4,1	5,3
lug.	3,7	5,8	3,4	3,8	4,0	4,7	5,5	4,7	4,4	5,2
ago.	3,3	6,1	4,4	4,1	4,0	5,0	5,4	4,8	4,5	5,0
set.									5,0	

Fonte: Istat.

Tassi di cambio effettivi reali dell'Italia

(indici 1980 = 100)

PERIODO	rispetto a:							
	Germania federale	Francia	Regno Unito	Belgio	Paesi Bassi	Stati Uniti	paesi CEE (1)	13 paesi indust. (2)
1981	103,6	100,7	93,1	105,2	99,9	80,1	101,3	98,0
1982	101,4	104,3	95,2	115,5	99,2	74,3	102,4	98,2
1983	103,2	109,0	102,2	122,9	103,4	72,2	106,2	100,7
1984	106,7	110,9	104,5	128,0	105,1	67,4	109,1	102,0
1985	106,5	105,9	101,1	126,5	106,3	66,4	107,1	100,4
1986	104,3	104,4	109,4	126,1	114,8	88,6	107,3	103,3
1985 — I trim.	109,7	110,9	110,4	129,6	107,6	61,7	111,4	102,9
II »	108,3	107,7	100,4	128,2	107,3	64,1	108,5	101,3
III »	104,4	103,0	95,0	124,1	104,5	67,0	104,3	98,4
IV »	103,8	101,8	98,6	124,0	105,8	73,0	104,3	99,0
1986 — I trim.	103,9	102,2	105,8	124,9	110,8	81,0	105,7	101,2
II »	103,9	103,9	102,4	124,9	114,1	85,3	106,0	101,7
III »	104,3	105,4	110,6	126,9	116,8	92,4	108,0	104,0
IV »	105,0	106,0	119,1	127,8	117,7	95,7	109,5	106,2
1987 — I trim.	103,7	106,0	117,9	126,1	116,4	101,9	108,5	106,3
II »	103,1	105,1	111,2	126,0	115,6	102,2	107,2	105,0
1986 — lug.	104,3	104,3	105,8	126,4	116,6	89,4	107,0	102,8
ago.	104,4	105,9	111,9	127,2	116,7	93,4	108,3	104,3
set.	104,4	106,0	114,0	127,2	117,0	94,3	108,6	104,9
ott.	104,7	105,7	119,6	127,7	118,2	95,8	109,3	105,9
nov.	105,0	105,9	118,5	127,6	117,3	94,8	109,3	106,1
dic.	105,2	106,4	119,2	128,2	117,4	96,6	109,7	106,7
1987 — gen.	103,7	106,3	120,0	126,4	116,3	101,5	108,9	106,6
feb.	103,6	105,9	119,6	125,9	116,9	102,3	108,7	106,5
mar.	103,7	105,8	114,0	125,9	116,0	101,7	108,0	105,8
apr.	103,8	105,6	112,5	126,5	116,3	102,8	107,9	105,6
mag.	102,7	104,9	110,2	125,6	115,1	102,9	106,8	104,6
giu.	102,9	104,9	110,9	125,9	115,3	100,8	107,0	104,7
lug.	102,9	104,5	110,6	127,2	117,6	98,6	107,1	104,7
ago. (*) ...	102,6	104,8	110,6	127,3	118,3	98,2	107,1	104,5

(1) Germania federale, Francia, Regno Unito, Belgio, Paesi Bassi, Irlanda, Danimarca. — (2) I sette paesi CEE più Stati Uniti, Canada, Giappone, Svizzera, Svezia e Austria. — (*) Dati provvisori e parzialmente stimati.

Bilancia dei pagamenti valutaria (1)*(saldi in miliardi di lire)*

PERIODO	Merci (2)	Servizi e trasferimenti				Totale partite correnti	Movimenti di capitali non bancari e err./omiss.	Saldo globale	Movimenti di capitali bancari (3)	Variazione riserve ufficiali (3)
		Viaggi all'estero	Redditi da capitali	Altri	Totale					
1981	- 14.017	6.693	- 4.151	3.800	6.342	- 7.675	9.208	1.533	- 1.524	- 9
1982	- 17.189	8.928	- 5.815	4.028	7.141	- 10.048	7.527	- 2.521	- 3.062	5.583
1983	- 9.176	10.953	- 6.418	5.347	9.882	706	3.087	3.793	4.995	- 8.788
1984	- 18.352	11.412	- 7.554	7.240	11.098	- 7.254	7.311	57	5.138	- 5.195
1985 (4)	- 18.685	12.362	- 8.496	7.058	10.924	- 7.761	- 591	- 8.352	- 5.299	13.651
1986 (4)	- 4.716	10.579	- 8.466	3.268	5.381	665	- 3.630	- 2.965	6.454	- 3.489
1985 — set.....	- 1.839	1.430	- 634	639	1.435	- 404	- 1.121	- 1.525	- 940	2.465
ott.....	- 1.569	1.108	- 915	- 66	127	- 1.442	822	- 620	- 1.179	1.799
nov.....	- 1.247	702	- 603	455	554	- 693	- 1.238	- 1.931	- 689	2.620
dic.....	- 2.520	652	- 598	441	495	- 2.025	592	- 1.433	- 3.126	4.559
1986 — gen.....	- 1.194	432	- 875	108	- 335	- 1.529	- 1.515	- 3.044	388	2.656
feb.....	- 1.149	358	- 546	118	- 70	- 1.219	- 359	- 1.578	2.274	- 696
mar.....	- 1.073	544	- 947	207	- 196	- 1.269	- 805	- 2.074	2.928	- 854
apr.....	- 1.043	687	- 1.115	163	- 265	- 1.308	3.595	2.287	- 1	- 2.286
mag.....	- 137	1.128	- 803	345	670	533	1.022	1.555	2.181	- 3.736
giu.....	- 237	1.245	- 721	1.063	1.587	1.350	- 686	664	- 378	- 286
lug.....	423	1.672	- 593	433	1.512	1.935	- 476	1.459	- 567	- 892
ago.....	1.371	1.148	- 406	718	1.460	2.831	- 2.128	703	- 1.464	761
set.....	- 212	1.297	- 635	377	1.039	827	- 2.524	1.697	- 331	2.028
ott.....	356	952	- 850	333	435	791	- 1.442	- 651	1.953	- 1.302
nov.....	- 271	488	- 628	7	- 133	- 404	271	- 133	- 549	682
dic.....	- 1.692	550	- 1.074	- 544	- 1.068	- 2.760	2.304	- 456	20	436
1987 — gen.....	48	209	- 716	1.071	564	612	- 992	- 380	619	- 239
feb.....	- 753	260	- 949	674	- 15	- 768	2.210	1.442	2.377	- 3.819
mar.....	- 579	571	- 625	- 93	- 147	- 726	1.652	926	272	- 1.198
apr.....	- 526	886	- 684	681	883	357	1.222	1.579	- 883	- 696
mag.....	- 1.560	942	- 1.226	333	49	- 1.511	- 1.354	- 2.865	1.011	1.854
giu.....	- 1.455	1.543	- 876	1.061	1.728	273	- 2.776	- 2.503	788	1.715
lug.....								- 553	- 1.343	1.896
ago.....								- 1.026	- 3.256	4.282
set.....								919	3.237	4.156

(1) I dati per gli ultimi tre mesi sono provvisori. — (2) Importazioni: cif; esportazioni: fob. — (3) Saldi corretti per gli aggiustamenti di cambio e, nel caso delle riserve ufficiali, per gli adeguamenti nella valutazione delle componenti auree; il segno (-) indica aumento delle attività nette. — (4) I totali annui possono non coincidere con la somma dei singoli mesi a causa del diverso grado di provvisorietà dei dati.

Posizione della Banca d'Italia e dell'UIC verso l'estero (1)

DATA	Posizione a breve termine							Posizione a medio e lungo termine saldo	Totale riserve ufficiali (2)
	Attività					Passività	Saldo (2)		
	Oro	Valute convertibili	ECU	DSP	Posizione riserva sul FMI				
<i>(miliardi di lire)</i>									
1981 — dic.	34.791	11.657	10.684	940	881	-183	58.770	-759	58.011
1982 — dic.	32.449	9.137	8.140	1.107	953	-144	51.642	-475	51.167
1983 — dic.	43.399	17.587	13.153	1.094	1.642	-355	76.520	-483	76.037
1984 — dic.	41.887	23.794	13.159	1.346	2.079	-263	82.002	-189	81.813
1985 — dic.	39.530	16.536	7.139	879	1.946	-205	65.825	-616	65.209
1986 — set.	34.824	14.405	10.082	932	1.717	-216	61.744	-777	60.967
ott.	34.824	15.732	10.149	1.009	1.707	-160	63.261	-743	62.518
nov.	34.824	14.680	10.138	1.095	1.719	-199	62.257	-768	61.489
dic.	35.203	14.340	10.158	1.085	1.713	-285	62.214	-803	61.411
1987 — gen.	35.203	14.895	10.133	1.072	1.637	-532	62.408	-801	61.607
feb.	35.203	18.421	10.156	1.102	1.682	-261	66.303	-800	65.503
mar.	35.243	19.560	10.211	1.109	1.698	-165	67.656	-788	66.868
apr.	35.243	20.034	10.527	1.120	1.714	-115	68.523	-789	67.734
mag.	35.243	18.278	10.608	1.186	1.803	-57	67.061	-778	66.283
giu.	36.300	16.771	10.635	1.174	1.768	-99	66.549	-823	65.726
lug.	36.300	14.643	11.258	1.287	1.796	-292	64.992	-826	64.166
ago.	36.300	10.187	11.235	1.294	1.793	-159	60.650	-829	59.821
set.	37.646	20.405	5.142	1.293	1.790	-86	66.190	-830	66.360
<i>(milioni di dollari)</i>									
1981 — dic.	28.993	9.714	8.903	783	734	-152	48.975	-632	48.343
1982 — dic.	23.685	6.669	5.942	808	696	-105	37.695	-347	37.348
1983 — dic.	26.152	10.598	7.926	659	989	-214	46.110	-291	45.819
1984 — dic.	21.637	12.291	6.797	695	1.074	-136	42.359	-98	42.261
1985 — dic.	23.558	9.855	4.254	524	1.160	-122	39.228	-367	38.861
1986 — set.	24.954	10.322	7.225	668	1.230	-155	44.245	-557	43.688
ott.	24.954	11.021	7.110	707	1.196	-112	44.875	-521	44.354
nov.	24.954	10.713	7.398	799	1.255	-145	44.974	-560	44.414
dic.	26.055	10.614	7.518	803	1.268	-211	46.047	-594	45.453
1987 — gen.	26.055	11.561	7.865	832	1.271	-413	47.171	-621	46.549
feb.	26.055	14.172	7.814	848	1.294	-201	49.982	-616	49.366
mar.	27.385	15.199	7.934	862	1.319	-128	52.571	-612	51.959
apr.	27.385	15.667	8.233	876	1.340	-90	53.411	-617	52.794
mag.	27.385	13.907	8.071	902	1.372	-43	51.594	-592	51.002
giu.	27.366	12.644	8.018	885	1.333	-75	50.171	-620	49.551
lug.	27.366	10.895	8.376	958	1.336	-217	48.714	-615	48.100
ago.	27.366	7.751	8.549	985	1.364	-121	45.894	-631	45.263
set.	28.387	15.386	3.877	974	1.350	-65	49.910	-625	49.285

(1) I dati per gli ultimi tre mesi sono provvisori. — (2) Il saldo in dollari può non coincidere con la somma delle singole componenti a causa di arrotondamenti di cambio.

Formazione del fabbisogno del settore statale (*)

(miliardi di lire)

PERIODO	Incassi di bilancio			Pagamenti di bilancio			Disavanzo (-)	Altre operazioni (1)	Fabbisogno (-)	Fabbisogno al netto regolazioni in titoli	di cui: regolazioni di debiti in contanti
	Entrate tributarie	Altre entrate	Totale	Spese correnti	Spese c/ capitale	Totale					
1981	88.849	19.448	108.297	-131.271	-22.394	-153.665	-45.368	-7.925	-53.293	-49.613	-17
1982	114.048	40.515	154.563	-175.848	-35.440	-211.288	-56.725	-15.977	-72.702	-71.990	-1.298
1983	143.554	36.700	180.254	-202.236	-50.841	-253.077	-72.823	-15.434	-88.257	-88.257	—
1984	160.627	41.502	202.129	-246.304	-48.761	-295.065	-92.936	-2.452	-95.388	-95.388	—
1985	177.645	46.642	224.287	-283.736	-54.988	-338.724	-114.437	-8.391	-122.828	-112.425	-2.188
1986	202.091	51.943	254.034	-307.513	-63.681	-371.194	-117.160	6.968	-110.192	-110.192	-606
1985 — I trim. ...	35.337	7.393	42.730	-59.668	-11.998	-71.666	-28.936	1.080	-27.856	-27.856	-981
II »	43.134	7.041	50.175	-73.682	-8.917	-82.599	-32.424	-403	-32.828	-25.791	-788
III »	42.002	7.325	49.327	-69.784	-13.706	-83.490	-34.163	1.426	-32.736	-29.798	-216
IV »	57.172	24.883	82.055	-80.601	-20.367	-100.968	-18.913	-10.495	-29.408	-28.980	-202
1986 — I trim. ...	42.727	7.363	50.090	-62.849	-1.649	-64.498	-14.408	-11.839	-26.247	-26.247	-337
II »	55.143	11.092	66.235	-69.446	-14.814	-84.260	-18.025	-1.912	-19.937	-19.937	-79
III »	37.669	11.304	48.973	-87.125	-17.475	-104.600	-55.627	19.422	-36.205	-36.205	-127
IV »	66.552	22.184	88.736	-88.093	-29.743	-117.836	-29.100	1.297	-27.803	-27.803	-64
1987 — I trim. ...	44.639	11.286	55.925	-68.748	-11.776	-80.524	-24.599	-267	-24.866	-24.866	-41
II »	59.020	9.952	68.972	-95.762	-12.641	-108.403	-39.432	17.707	-21.725	-21.725	-31
III »	43.309	12.015	55.324	-71.013	-17.195	-88.208	-32.884	-5.269	-38.153	-38.153	-19
1986 — ott.	16.792	3.390	20.182	-21.152	-2.994	-24.146	-3.964	-3.114	-7.078	-7.078	-8
nov.	14.369	3.197	17.566	-28.537	-15.964	-44.501	-26.935	12.235	-14.700	-14.700	-13
dic.	35.391	15.597	50.988	-38.404	-10.785	-49.189	1.799	-7.824	-6.025	-6.025	-42
1987 — gen.	16.079	4.207	20.286	-17.716	-714	-18.429	1.857	-2.595	-738	-738	—
feb.	12.436	3.617	16.053	-21.775	-1.114	-22.888	-6.835	-4.284	-11.119	-11.119	-39
mar.	16.124	3.461	19.585	-29.257	-9.949	-39.206	-19.621	6.612	-13.009	-13.009	-2
apr.	12.450	3.227	15.677	-20.946	-5.820	-26.766	-11.089	-4.346	-15.435	-15.435	-21
mag.	18.253	3.015	21.268	-32.113	-2.464	-34.577	-13.310	3.313	-9.997	-9.997	-10
giu.	28.317	3.710	32.027	-42.703	-4.357	-47.060	-15.033	18.739	3.706	3.706	—
lug.	15.292	3.353	18.645	-28.496	-7.386	-35.882	-17.237	3.353	-13.884	-13.884	-18
ago.	15.802	6.399	22.201	-26.628	-4.362	-30.990	-8.789	-640	-9.429	-9.429	-1
set. (2) ..	12.215	2.263	14.478	-15.889	-5.447	-21.336	-6.858	-7.982	-14.840	-14.840	—

(1) Operazioni di Tesoreria, Cassa DD.PP., aziende autonome, Ente Ferrovie dello Stato e Agenzia per il Mezzogiorno. — (2) Dati provvisori ed in parte stimati. — (*) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

Copertura del fabbisogno del settore statale (*)

(miliardi di lire)

PERIODO	Titoli a medio e lungo termine		BOT	Finanziam. BI-UIC diverso da acquisto titoli		Raccolta postale	Prestiti esteri	Altre operazioni	Fabbisogno	di cui: creazione di base monetaria (1)
	Totale	di cui: CCT a tasso variabile		Totale	di cui: c/c Tesor. Provinc.					
1981	7.354	2.816	33.783	6.734	6.186	2.591	2.515	316	53.293	14.233
1982	23.473	27.378	32.604	8.883	6.598	3.586	2.570	1.586	72.702	12.676
1983	69.315	66.652	11.071	-1.125	-8.622	4.937	1.259	2.800	88.257	4.514
1984	62.763	56.738	9.300	13.288	18.555	6.057	2.271	1.709	95.388	10.027
1985	93.207	78.567	13.181	3.689	6.340	9.268	2.937	545	122.828	27.519
1986	87.073	53.534	9.697	1.673	4.525	11.300	856	-407	110.192	10.994
1985 — I trim.....	23.265	19.445	-2.166	5.948	8.201	1.486	-685	8	27.856	10.135
II »	23.772	15.651	10.183	-2.172	-1.757	246	1.977	-1.178	32.828	-405
III »	20.923	20.745	10.353	-535	678	-7	911	1.091	32.736	3.538
IV »	25.247	22.727	-5.189	447	-782	7.543	735	625	29.408	14.250
1986 — I trim.....	17.909	11.345	-2.039	9.572	8.266	1.198	-114	-279	26.247	11.084
II »	31.584	19.888	400	-12.839	-10.806	231	313	248	19.937	-10.802
III »	15.519	7.517	10.352	9.367	9.127	1.210	252	-494	36.205	3.229
IV »	22.061	14.785	984	-4.427	-2.061	8.661	406	118	27.803	7.484
1987 — I trim.....	22.637	16.406	-6.986	7.632	6.596	2.045	455	-916	24.866	1.683
II »	21.463	8.425	1.562	-2.015	-1.490	942	416	-643	21.725	2.500
III »	12.607	9.603	19.795	3.201	3.458	1.828	2	719	38.153	9.140
1986 — ott.	9.674	7.880	779	-4.185	-2.804	543	37	229	7.078	2.855
nov.	8.773	4.935	518	4.462	4.661	1.174	30	-257	14.700	4.313
dic.	3.614	1.970	-314	-4.704	-3.918	6.944	339	146	6.025	317
1987 — gen.	1.910	2.566	-5.533	2.141	2.250	2.743	92	-614	738	7.515
feb.	12.278	9.890	-1.698	-22	-763	14	402	145	11.119	-5.368
mar.	8.449	3.950	246	5.512	5.109	-712	-39	-447	13.009	-464
apr.	12.697	4.722	1.924	1.011	963	-221	-22	47	15.435	638
mag.	8.705	4.796	2.651	-2.450	-1.578	396	476	220	9.997	3.379
giu.	62	-1.093	-3.012	-576	-875	768	-38	-909	-3.706	-1.518
lug.	5.824	5.445	6.506	203	579	673	41	636	13.884	5.177
ago.	2.560	1.683	5.397	750	672	742	-13	-7	9.429	3.184
set. (2)	4.223	2.475	7.892	2.248	2.207	413	-26	90	14.840	779

(1) La serie è corretta per le poste relative ai titoli venduti dalla Banca d'Italia alle aziende di credito a fronte dei quali sono state accese anticipazioni ai sensi del DM 27 settembre 1974. — (2) Dati provvisori ed in parte stimati. — (*) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

Consistenza del debito pubblico interno (*)

(valori nominali in miliardi di lire)

PERIODO	Titoli a medio e a lungo termine sul mercato	BOT sul mercato	Raccolta postale	Impieghi degli istituti di credito	Altri debiti interni	Totale	Debiti verso BI-UIC	Totale settore pubblico	di cui: settore statale
1980 — dic.	49.527	70.123	33.048	17.432	1.700	171.830	52.978	224.808	209.238
1981 — dic.	55.802	98.357	35.639	18.420	1.779	209.996	66.556	276.552	261.178
1982 — dic.	80.893	127.395	39.225	23.613	1.938	273.065	78.670	351.735	332.442
1983 — mar. ...	91.314	123.206	39.737	23.271	1.979	279.508	85.051	364.559	345.835
giu.	110.474	133.073	39.644	24.272	2.019	309.483	75.961	385.444	366.922
set.	133.639	139.198	39.893	25.061	2.084	339.875	74.647	414.522	395.865
dic.	149.832	137.772	44.162	29.312	2.147	363.226	79.631	442.856	421.095
1984 — mar. ...	165.901	134.604	45.687	30.616	2.196	379.004	82.914	461.918	439.410
giu.	182.556	140.249	45.734	32.570	2.246	403.355	80.740	484.095	459.614
set.	194.300	149.936	46.173	34.314	2.290	427.013	83.208	510.221	484.023
dic.	207.740	152.691	50.219	38.024	2.379	451.052	92.863	543.915	515.655
1985 — mar. ...	230.366	146.955	51.705	38.837	2.429	470.291	102.991	573.282	544.999
giu.	250.648	159.816	51.951	37.357	2.434	502.206	102.664	604.870	576.645
set.	272.794	165.217	51.944	35.940	2.457	528.352	106.015	634.367	608.471
dic.	294.558	150.814	59.487	35.925	2.451	543.235	120.286	663.521	638.358
1986 — mar. ...	306.249	153.075	60.686	34.931	2.384	557.324	131.536	688.861	665.195
giu.	335.484	154.261	60.917	35.712	2.399	558.773	120.596	709.369	685.220
set.	359.093	163.507	62.126	34.723	2.457	621.906	123.504	745.410	721.584
dic.	374.514	159.187	70.787	37.444	2.475	644.407	130.955	775.361	750.055
1987 — gen. ...	370.781	153.757	73.530	37.330	2.502	637.900	138.381	776.281	750.728
feb.	388.580	152.690	73.545	37.381	2.513	654.709	132.887	787.595	761.947
mar. ...	402.214	154.059	72.833	36.788	2.515	668.408	132.528	800.937	775.658
apr.	414.528	157.482	72.612	36.803	2.518	683.943	133.328	817.271	791.872
mag. ...	418.646	158.535	73.007	36.736	2.566	689.491	136.753	826.244	801.658
giu.	419.705	156.222	73.775	37.634	2.567	689.902	135.268	825.170	798.342

(*) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

Base monetaria (*)
(consistenze in miliardi di lire)

DATA	CREAZIONE						
	Estero	Tesoro				Rifinanziamento	Altri settori
		Totale	di cui:		per memoria: marginie disp. sul c/c di tesoreria		
			titoli di Stato di BI-UIC	c/c di tesoreria			
1983 — dic.	17.550	81.244	43.614	23.288	13.469	3.100	-5.465
1984 — dic.	22.691	91.271	40.245	41.842	1.282	2.882	-6.569
1985 — dic.	9.013	118.774	64.019	48.182	2.960	8.763	-7.199
1986 — set.	12.339	122.284	61.417	54.768	2.051	3.551	-9.630
ott.	13.622	125.139	68.455	51.963	5.605	3.570	-12.726
nov.	12.965	129.451	68.306	56.625	1.052	2.965	-11.061
dic.	12.557	129.728	73.285	52.707	5.054	4.429	-8.163
1987 — gen.	12.754	137.243	78.632	54.957	6.381	3.206	-8.921
feb.	16.546	131.874	73.283	54.194	7.144	3.128	-9.967
mar.	17.745	131.410	67.304	59.303	2.100	3.191	-11.162
apr.	18.464	132.049	66.924	60.266	1.202	3.122	-11.140
mag.	16.628	135.427	72.720	58.689	2.779	3.439	-12.445
giu.	15.056	133.910	71.796	57.814	3.768	3.606	-9.667
lug. (1)	13.161	139.087	76.762	58.393	3.389	4.861	-10.409
ago. (1)	8.880	142.271	79.355	59.059	2.723	4.040	-10.819
set. (1)	9.542	143.050	77.877	61.266	702	3.272	-11.005

DATA	UTILIZZO						Totale base monetaria
	Pubblico		Aziende di credito			Totale	
	Totale	di cui: biglietti e monete	Riserva obbligatoria	Deposito infruttifero eccedenza massimale	Liquidità		
1983 — dic.	37.364	37.325	55.017	2	4.045	59.065	96.428
1984 — dic.	41.225	41.195	63.872	—	5.178	69.050	110.275
1985 — dic.	45.227	44.997	76.086	—	8.038	84.123	129.351
1986 — set.	44.281	44.189	80.439	6	3.819	84.263	128.544
ott.	43.847	43.654	82.513	6	3.239	85.757	129.605
nov.	44.643	44.442	84.103	5	5.570	89.677	134.320
dic.	48.371	48.197	85.107	—	5.072	90.180	138.550
1987 — gen.	45.385	45.248	94.917	—	3.979	98.896	144.281
feb.	45.092	44.995	93.092	—	3.397	96.489	141.581
mar.	45.138	45.018	91.228	—	4.819	96.047	141.185
apr.	45.900	45.744	92.075	—	4.519	96.595	142.495
mag.	46.767	46.610	92.743	—	3.541	96.283	143.050
giu.	47.164	47.036	91.970	—	3.772	95.741	142.905
lug. (1)	50.301	50.188	93.322	—	3.077	96.399	146.700
ago. (1)	47.734	47.551	93.046	—	3.592	96.638	144.372
set. (1)	48.077	47.894	92.515	—	4.267	96.782	144.859

(*) L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta all'arrotondamento. — (1) Dati provvisori.

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

DATA	Estero	Tesoro	Rifinanziamento	Altri settori	Totale	Pubblico	Aziende di credito		
							Riserva obbligatoria	Dep. ecced. massimale	Liquidità
1983	8.840	4.514	-3	-747	12.604	4.081	9.092	-927	359
1984	5.141	10.027	-218	-1.103	13.847	3.861	8.855	-2	1.133
1985	-13.677	27.519	5.881	-647	19.076	4.002	12.213	-	2.860
1986	3.543	10.994	-4.334	-1.004	9.200	3.143	9.022	-	-2.965
1986 — set.	-2.030	1.199	527	371	68	-422	-54	-5	550
ott.	1.283	2.855	19	-3.096	1.060	-433	2.074	-	-580
nov.	-657	4.313	-605	1.665	4.715	795	1.590	-1	2.331
dic.	-408	316	1.464	2.858	4.230	3.728	1.004	-5	-497
1987 — gen.	197	7.515	-1.223	-758	5.731	-2.985	9.810	-	-1.094
feb.	3.792	-5.368	-78	-1.046	-2.700	-294	-1.825	-	-581
mar.	1.199	-464	63	-1.195	-397	46	-1.864	-	1.421
apr.	719	638	-69	22	1.311	762	847	-	-299
mag.	-1.835	3.379	317	-1.305	556	867	667	-	-979
giu.	-1.573	-1.518	167	2.778	-145	397	-773	-	230
lug. (2) ...	-1.895	5.177	1.255	-742	3.795	3.137	1.352	-	-694
ago. (2) ..	-4.281	3.184	-821	-410	-2.328	-2.567	-276	-	515
set. (2) ...	662	779	-768	-186	487	343	-531	-	675

Finanziamento in base monetaria del Tesoro
(miliardi di lire)

DATA	Fabbisogno	Collocamento netto di titoli sul mercato					Totale	Altre forme di copertura non in base monetaria	Copertura in base monetaria
		Mercato primario (1)			Mercato aperto (1)				
		BOT	CCT	Altri	di cui: op. tempor.				
1983	88.257	8.632	-59.603	-2.250	-21.609	-1.628	-74.829	-8.914	4.514
1984	95.387	-13.187	-54.436	-2.796	-5.012	2.661	-75.431	-9.929	10.027
1985	122.829	1.802	-68.695	-14.504	-1.480	4.933	-82.877	-12.433	27.519
1986	110.192	-6.455	-47.664	-31.622	-1.823	1.913	-87.563	-11.635	10.994
1986 — set.	14.265	-2.342	-4.451	-4.242	-2.178	-910	-13.214	148	1.199
ott.	7.078	-425	-7.942	-2.757	7.709	7.766	-3.415	-808	2.855
nov.	14.701	1.900	-4.204	-2.126	-5.011	-5.015	-9.441	-948	4.312
dic.	6.024	3.248	-339	-1.143	-47	-40	1.719	-7.427	317
1987 — gen.	738	4.866	-3.066	68	7.103	7.385	8.971	-2.194	7.515
feb.	11.119	2.091	-10.013	-2.364	-5.643	-4.575	-15.929	-559	-5.368
mar.	13.009	1.070	-2.591	-3.186	-9.967	-8.255	-14.674	1.201	-464
apr.	15.435	-1.237	-4.595	-5.658	-3.510	635	-15.000	203	638
mag.	9.997	-1.193	-4.063	-2.604	2.300	2.378	-5.559	-1.059	3.379
giu.	-3.706	2.569	1.003	-1.052	-493	-461	2.027	162	-1.518
lug. (2) ...	13.884	-5.943	-3.269	-1.436	3.374	3.481	-7.274	-1.433	5.177
ago. (2) ..	9.429	-6.386	-1.568	-874	3.465	3.400	-5.363	-881	3.184
set. (2) ...	14.840	-5.896	-1.523	-1.181	-4.984	-6.088	-13.584	-477	779

(*) L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta all'arrotondamento. — (1) Le vendite di titoli sul mercato aperto escludono quelle effettuate a fronte delle anticipazioni ex D.M. 27.9.74. — (2) Dati provvisori.

Operazioni in titoli di Stato di BI-UIC (1)
(miliardi di lire)

DATA	Mercato primario		Mercato aperto				Variazioni portafoglio BI-UIC
	Sotto- scrizioni	Rimborsi	Totale	di cui: operazioni temporanee			
				Finanziamento sottoscrizioni	Altri acquisti	Vendite	
BOT							
1983	38.342	18.639	- 15.946	- 179	—	420	3.757
1984	12.597	16.484	- 5.947	636	—	780	- 9.834
1985	25.549	10.566	35	- 386	1.075	- 1.200	15.018
1986	24.420	21.179	- 1.844	1.798	- 320	—	1.397
1986 — set.	873	395	- 646	1.091	- 482	—	- 168
ott.	1.362	1.008	4.052	1.011	3.042	—	4.406
nov.	3.768	1.350	- 4.416	- 3.777	- 643	—	- 1.998
dic.	4.832	1.898	57	1.697	- 1.644	—	2.991
1987 — gen.	2.019	2.687	355	- 1.694	2.050	—	- 313
feb.	941	549	- 788	296	- 1.060	—	- 396
mar.	5.660	4.345	- 2.670	- 267	- 1.745	—	- 1.355
apr.	2.639	1.952	- 2.015	635	—	—	- 1.328
mag.	3.586	2.128	- 282	- 540	270	—	1.176
giu.	611	1.054	169	457	- 270	—	- 274
lug.	2.802	2.339	2.272	1.431	871	—	2.735
ago. (2)	8	997	310	950	- 640	—	- 679
set. (2)	4.800	2.804	- 472	- 338	- 231	—	1.524
CCT							
1983	8.515	1.465	- 5.229	—	—	1.029	1.821
1984	6.993	4.691	1.128	—	—	- 2.805	3.430
1985	9.962	91	750	—	2.551	- 455	10.621
1986	8.068	2.181	- 607	—	- 135	—	5.280
1986 — set.	69	310	- 1.384	—	- 1.392	—	- 1.625
ott.	768	831	3.377	—	3.663	—	3.314
nov.	792	61	- 637	—	- 570	—	94
dic.	1.631	1	- 337	—	- 678	—	1.294
1987 — gen.	68	528	6.306	—	6.849	—	5.846
feb.	58	181	- 3.819	—	- 3.386	—	- 3.942
mar.	1.415	56	- 6.538	—	- 5.878	—	- 5.179
apr.	130	—	- 16	—	—	—	114
mag.	748	15	1.729	—	2.028	—	2.462
giu.	14	5	- 58	—	- 303	—	- 49
lug.	2.155	—	- 264	—	- 175	—	1.891
ago. (2)	92	—	3.780	—	3.747	—	3.872
set. (2)	977	—	- 4.019	—	- 4.652	—	- 3.042

(1) I dati definitivi sono al valore di bilancio; le variazioni del portafoglio differiscono da quelle che risultano dalla situazione contabile della Banca d'Italia e dell'Ufficio Italiano dei Cambi poiché non tengono conto delle vendite di titoli sul mercato aperto effettuate a fronte delle anticipazioni ex D.M. 27.9.74. — (2) Dati provvisori.

Operazioni in titoli di Stato di BI-UIC (1)

(miliardi di lire)

DATA	Mercato primario		Mercato aperto			Variazioni portafoglio BI-UIC	
	Sotto- scrizioni	Rimborsi	Totale	di cui: operazioni temporanee			
				Finanziamento sottoscrizioni	Altri acquisti	Vendite	
Altri titoli di Stato							
1983	2.481	2.068	-434	—	—	—	-21
1984	5.806	2.578	-193	—	—	—	3.036
1985	3.912	3.497	-2.264	—	38	—	-1.849
1986	6.653	4.620	544	—	572	—	2.577
1986 — set.	125	—	-148	—	-127	—	-23
ott.	607	1.569	280	—	50	—	-682
nov.	1.723	11	43	—	-25	—	1.755
dic.	501	—	233	—	585	—	734
1987 — gen.	34	662	442	—	180	—	-186
feb.	24	—	-1.035	—	-425	—	-1.011
mar.	1.313	—	-759	—	-365	—	554
apr.	2.314	—	-1.479	—	—	—	835
mag.	1.305	—	853	—	620	—	2.158
giu.	3	—	-604	—	-345	—	-601
lug.	81	1.117	1.366	—	1.354	—	330
ago. (2)	26	—	-625	—	-657	—	-599
set (2)	542	—	-493	—	-867	—	49
TOTALE							
1983	49.338	22.172	-21.609	-179	—	1.449	5.557
1984	25.396	23.753	-5.012	636	—	-2.025	-3.368
1985	39.423	14.154	-1.479	-386	3.664	-1.655	23.790
1986	39.141	27.980	-1.907	1.798	117	—	9.254
1986 — set.	1.067	705	-2.178	1.091	-2.001	—	-1.816
ott.	2.737	3.408	7.709	1.001	6.755	—	7.038
nov.	6.283	1.422	-5.011	-3.777	-1.238	—	-149
dic.	6.965	1.899	-47	1.697	-1.737	—	5.019
1987 — gen.	2.121	3.877	7.103	-1.694	9.079	—	5.347
feb.	1.023	730	-5.643	296	-4.871	—	-5.349
mar.	8.388	4.401	-9.967	-267	-7.988	—	-5.980
apr.	5.083	1.952	-3.510	635	—	—	-379
mag.	5.639	2.143	2.300	-540	2.910	—	5.796
giu.	628	1.059	-493	457	-918	—	-924
lug.	5.038	3.456	3.374	1.431	2.050	—	4.956
ago. (2)	126	997	3.465	950	2.450	—	2.594
set. (2)	6.319	2.804	-4.984	-338	-5.750	—	-1.469

(1) I dati definitivi sono al valore di bilancio; le variazioni del portafoglio differiscono da quelle che risultano dalla situazione contabile della Banca d'Italia e dell'Ufficio Italiano dei Cambi poiché non tengono conto delle vendite di titoli sul mercato aperto effettuate a fronte delle anticipazioni ex D.M. 27.9.74. — (2) Dati provvisori.

Operazioni temporanee in titoli

(importi in miliardi di lire)

DATA	Importo offerto	Importo accolto	Durata operazione (in giorni)	Tassi di rendimento		DATA	Importo offerto	Importo accolto	Durata operazione (in giorni)	Tassi di rendimento	
				Minimo	Medio ponderato					Minimo	Medio ponderato
Acquisti temporanei (2)											
1986											
2 Ott.	2.000	2.000	6-8	10,15	10,50	2 Feb.	1.500	1.500	18-25	12,35	12,40
3 »	750	750	3-11	11,05	11,52	4 »	3.750	3.750	5-23	11,00	11,03
7 »	750	750	7	12,05	12,14	13 »	2.000	2.000	3-17	10,75	10,78
8 »	500	500	8-9	10,20	11,55	20 »	3.500	3.500	3-10	10,75	10,88
10 »	750	750	11-20	10,25	10,26	25 »	3.500	3.500	2-22	10,70	10,82
14 »	1.000	1.000	16	11,05	11,05	27 »	1.250	1.250	17-31	10,90	11,14
15 »	4.250	4.250	1-19	9,40	9,85	19 Mag.	750	750	13	12,05	12,20
27 »	1.500	1.500	3-8	9,60	9,78	25 »	3.500	3.500	2-7	10,50	10,62
31 »	2.500	2.500	5-12	10,10	10,18	29 »	1.000	1.000	17-24	11,50	11,92
11 Nov.	1.500	1.500	6-9	11,30	11,46	5 Giu.	2.000	2.000	13-14	12,15	12,35
12 »	750	750	8-19	10,90	11,20	8 »	1.500	1.500	3-8	11,55	11,84
13 »	1.500	1.500	8-22	11,00	11,27	25 »	2.000	2.000	6-7	11,80	11,84
14 »	1.500	1.500	14-28	10-25	10,58	23 Lug.	2.250	2.250	7-12	10,55	10,71
25 »	3.250	3.250	3-28	10,50	10,87	27 »	2.000	2.000	3	11,05	11,28
3 Dic.	1.750	1.750	12-19	11,00	11,08	30 »	2.000	2.000	4-5	12,15	12,15
5 »	1.500	1.500	12-17	11,35	11,61	5 Ago.	750	750	6	12,55	12,84
9 »	2.500	2.500	8-14	11,75	11,81	11 »	1.000	1.000	7-13	12,85	12,92
15 »	4.000	4.000	2-16	12,05	12,27	13 »	2.750	2.750	6-18	12,55	13,13
22 »	2.000	2.000	7-11	11,65	11,81	25 »	5.500	5.500	7-17	12,55	12,89
29 »	4.000	4.000	1-9	11,95	12,27	31 »	1.000	1.000	8	12,65	12,80
31 »	1.250	1.250	2-8	13,00	13,01	24 Set.	1.500	1.500	5-7	12,65	12,87
1987											
5 Gen.	1.000	1.000	7	13,50	13,58						
14 »	1.250	1.250	6-19	13,25	13,37						
15 »	4.000	4.000	15-18	12,00	12,19						
23 »	3.750	3.750	5-10	11,85	12,13						
26 »	7.000	7.000	4-8	11,50	11,78						
30 »	3.000	3.000	17-28	11,90	11,96						

(1) BOT sottoscritti all'asta dal gruppo degli intermediari che la Banca d'Italia si dichiara disposta a finanziare. — (2) Operazioni pronti contro termine

la parte della Banca d'Italia

(miliardi di lire)

DATA	Ammontare massimo (1)	Ammontare effettivo	Durata massima dell'operazione (in giorni)	DATA	Importo offerto	Importo accolto	Durata operazione (in giorni)	Tassi di rendimento	
								Massimo	Medio ponderato
Finanziamento delle sottoscrizioni alle aste dei BOT (3)				Vendite temporanee (2)					
1 9 8 6				1 9 8 6					
15 Set.	482	281	9	18 Set.	1.250	1.160	7	11,00	10,63
30 »	8.141	3.446	7						
15 Ott.	295	194	6						
30 »	8.001	4.457	9						
14 Nov.	143	78	7						
28 »	3.672	2.318	32						
15 Dic.	162	128	15						
30 »	4.524	2.377	32						
1 9 8 7				1 9 8 7					
15 Gen.	268	76	15	18 Mar.	2.500	2.500	7-12	10,70	9,81
30 »	4.395	683	28	20 »	750	750	5-11	11,00	10,55
13 Feb.	810	305	14	13 Apr.	2.000	2.000	14-17	10,20	9,88
27 »	3.696	977	31	14 »	1.000	795	10	11,00	10,50
30 Mar.	2.431	724	2	21 »	1.500	1.500	6-9	11,00	10,91
15 Apr.	727	639	15	13 Mag.	500	195	12	11,60	11,19
30 Apr.	3.384	1.347	4	10 Lug.	3.000	3.000	13-20	10,50	10,24
15 Mag.	395	289	5	13 »	1.000	1.000	10-17	11,50	10,67
29 »	1.768	807	17	7 Ott.	5.000	5.000	19-23	11,90	11,48
15 Giu.	239	35	7	8 »	2.500	2.500	18-22	11,70	11,50
30 »	3.134	1.264	3	12 »	1.000	1.000	11-14	11,20	10,90
15 Lug.	1.614	847	6	13 »	2.000	1.780	10-17	12,00	11,70
30 »	7.056	2.720	12	16 »	1.000	1.000	10-14	11,80	11,45
14 Ago.	1.394	502	17						
31 »	8.325	3.645	10						
15 Set.	892	581	17						
30 »	6.647	2.891	6						
15 Ott.	2.150	1.162	4						

effettuate con il metodo dell'asta competitiva. — (3) Il tasso applicato è quello dell'asta corrispondente alla data dell'operazione.

Aste dei Buoni ordinari del Tesoro

(valori nominali in miliardi di lire)

DATA	BOT offerti	Scadenza in giorni	BOT domandati da aziende di credito e pubblico	BOT aggiudicati			Totale
				Ad aziende di credito e pubblico		Sottoscrizioni BI-UIC	
				Metodo competitivo	Metodo non competitivo		
3 mesi							
1987 — mar. metà ..	—	—	—	—	—	—	—
» fine ...	3.500	92	4.695	3.500	—	—	3.500
apr. metà ..	—	—	—	—	—	—	—
» fine ...	3.500	91	5.703	3.498	2	—	3.500
mag. metà ..	1.000	91	735	735	—	—	735
» fine ...	4.500	94	3.640	3.638	2	860	4.500
giu. metà ..	500	92	260	260	—	—	260
» fine ...	3.500	92	5.027	3.500	—	—	3.500
lug. metà ..	1.500	92	7.545	1.500	—	—	1.500
» fine ...	8.500	92	13.033	8.500	—	—	8.500
ago. metà ..	2.000	94	4.348	2.000	—	—	2.000
» fine ...	8.500	91	9.391	8.500	—	—	8.500
set. metà ..	2.500	91	1.869	1.869	—	631	2.500
» fine ...	9.500	91	8.461	8.461	—	1.039	9.500
ott. metà ..	3.750	92	5.309	3.750	—	—	3.750
6 mesi							
1987 — mar. metà ..	1.500	183	946	946	—	554	1.500
» fine ...	9.500	184	7.098	7.098	—	2.000	9.098
apr. metà ..	1.500	183	1.661	1.500	—	—	1.500
» fine ...	9.000	183	7.949	7.949	—	1.051	9.000
mag. metà ..	1.250	185	782	782	—	468	1.250
» fine ...	6.500	185	4.816	4.814	2	1.684	6.500
giu. metà ..	750	183	539	539	—	211	750
» fine ...	7.000	183	6.319	6.319	—	200	6.519
lug. metà ..	2.000	184	2.197	2.000	—	—	2.000
» fine ...	9.500	183	8.408	8.408	—	1.092	9.500
ago. metà ..	1.250	185	1.366	1.250	—	—	1.250
» fine ...	7.500	182	7.492	7.492	—	8	7.500
set. metà ..	1.500	182	1.275	1.275	—	225	1.500
» fine ...	8.000	182	6.960	6.960	—	1.040	8.000
ott. metà ..	2.250	183	1.344	1.343	1	800	2.144
12 mesi							
1987 — mar. metà ..	2.000	365	1.094	—	1.094	906	2.000
» fine ...	11.500	366	8.584	—	8.584	2.200	10.784
apr. metà ..	1.500	366	912	—	912	588	1.500
» fine ...	8.000	365	6.715	—	6.715	1.000	7.715
mag. metà ..	750	367	683	—	683	67	750
» fine ...	5.500	367	4.993	—	4.993	507	5.500
giu. metà ..	500	366	547	—	500	—	500
» fine ...	7.500	366	6.443	—	6.443	200	6.643
lug. metà ..	750	366	784	—	750	—	750
» fine ...	8.500	365	6.790	—	6.790	1.710	8.500
ago. metà ..	1.250	368	933	—	933	—	933
» fine ...	6.000	365	6.505	—	6.000	—	6.000
set. metà ..	1.500	366	1.134	—	1.134	366	1.500
» fine ...	7.500	366	6.001	—	6.001	1.499	7.500
ott. metà ..	1.500	365	921	—	921	579	1.500

Aste dei Buoni ordinari del Tesoro

(prezzi e rendimenti percentuali)

DATA	PREZZI		RENDIMENTI (1)					
	Base	Medio di aggiudicazione	Semplici			Composti		
			Base	Di aggiudicazione		Base	Di aggiudicazione	
				Metodo competitivo	Metodo non competitivo		Metodo competitivo	Metodo non competitivo
3 mesi								
1987 — mar. metà . . .	—	—	—	—	—	—	—	—
» fine	97,50	97,50	10,17	10,17	9,76	10,57	10,57	10,12
apr. metà	—	—	—	—	—	—	—	—
» fine	97,60	97,60	9,86	9,86	9,44	10,23	10,23	9,78
mag. metà	97,60	97,60	9,86	9,86	9,44	10,23	10,23	9,78
» fine	97,50	97,50	9,96	9,96	9,55	10,33	10,33	9,89
giu. metà	97,55	97,55	9,96	9,96	9,55	10,34	10,34	9,89
» fine	97,55	97,55	9,96	9,96	9,55	10,34	10,34	9,89
lug. metà	97,30	97,40	11,01	10,59	10,17	11,47	11,02	10,57
» fine	97,30	97,35	11,01	10,80	10,38	11,47	11,24	10,79
ago. metà	97,25	97,30	10,98	10,77	10,37	11,44	11,21	10,77
» fine	97,35	97,40	10,92	10,71	10,28	11,37	11,14	10,69
set. metà	97,20	97,20	11,55	11,55	11,13	12,07	12,07	11,60
» fine	97,20	97,20	11,55	11,55	11,13	12,07	12,07	11,60
ott. metà	97,17	97,20	11,55	11,43	11,22	12,06	11,93	11,70
6 mesi								
1987 — mar. metà . . .	95,35	95,35	9,73	9,73	9,51	9,96	9,96	9,73
» fine	95,35	95,35	9,67	9,67	9,46	9,91	9,91	9,68
apr. metà	95,40	95,40	9,62	9,62	9,40	9,85	9,85	9,62
» fine	95,40	95,40	9,62	9,62	9,40	9,85	9,85	9,62
mag. metà	95,35	95,35	9,62	9,62	9,40	9,85	9,85	9,62
» fine	95,35	95,35	9,62	9,62	9,40	9,85	9,85	9,62
giu. metà	95,40	95,40	9,62	9,62	9,40	9,85	9,85	9,62
» fine	95,40	95,40	9,62	9,62	9,40	9,85	9,85	9,62
lug. metà	94,95	94,95	10,55	10,55	10,33	10,83	10,83	10,60
» fine	95,00	95,00	10,50	10,50	10,28	10,77	10,77	10,54
ago. metà	94,95	94,95	10,49	10,49	10,27	10,76	10,76	10,54
» fine	94,95	94,95	10,67	10,67	10,44	10,95	10,95	10,72
set. metà	94,60	94,60	11,45	11,45	11,22	11,78	11,78	11,54
» fine	94,60	94,60	11,45	11,45	11,22	11,78	11,78	11,54
ott. metà	94,57	94,57	11,45	11,45	11,34	11,78	11,78	11,66
12 mesi								
1987 — mar. metà . . .	91,15	91,15	9,71	—	9,71	9,71	—	9,71
» fine	91,15	91,15	9,68	—	9,68	9,68	—	9,68
apr. metà	91,15	91,15	9,68	—	9,68	9,68	—	9,68
» fine	91,20	91,20	9,65	—	9,65	9,65	—	9,65
mag. metà	91,15	91,15	9,66	—	9,66	9,66	—	9,66
» fine	91,15	91,15	9,66	—	9,66	9,66	—	9,66
giu. metà	91,15	91,20	9,68	—	9,62	9,68	—	9,62
» fine	91,15	91,15	9,68	—	9,68	9,68	—	9,68
lug. metà	90,40	90,40	10,59	—	10,59	10,59	—	10,59
» fine	90,45	90,45	10,56	—	10,56	10,56	—	10,56
ago. metà	90,35	90,35	10,59	—	10,59	10,59	—	10,59
» fine	90,10	90,40	10,99	—	10,62	10,99	—	10,62
set. metà	89,70	89,70	11,45	—	11,45	11,45	—	11,45
» fine	89,70	89,70	11,45	—	11,45	11,45	—	11,45
ott. metà	89,70	89,70	11,48	—	11,48	11,48	—	11,48

(1) Anno civile. Dalla fine di settembre 1986 sui rendimenti è applicata una ritenuta fiscale del 6,25 per cento, elevata al 12,50 per cento da settembre 1987.

Tassi d'interesse

(valori percentuali)

DATA	Tassi sui crediti da BI-UIC		Tassi di rendimento					Obbligazioni mobiliari
	base	effettivi su antic. scad. fissa (1)	BOT 3 mesi (2)	BOT 6 mesi (2)	BOT 12 mesi (2)	BOT media (2) (3)	BTP	
1982 — dic.	18,00	21,00	19,51	19,11	18,55	19,17	19,62	19,86
1983 — dic.	17,00	19,81	17,54	16,95	17,48	17,29	17,69	17,33
1984 — dic.	16,50	17,48	14,82	14,69	14,68	14,70	14,53	13,84
1985 — dic.	15,00	16,17	13,23	13,10	13,14	13,14	13,67	13,27
1986 — set.	12,00	12,00	10,92	10,61	10,28	10,54	10,43	9,54
ott.	12,00	12,29	10,79	10,38	10,08	10,35	10,26	9,12
nov.	12,00	12,14	10,69	10,25	10,02	10,27	10,33	9,20
dic.	12,00	13,03	10,81	10,25	10,01	10,25	10,05	9,05
1987 — gen.	12,00	13,20	10,81	10,19	9,93	10,14	9,78	8,97
feb.	12,00	13,00	10,69	9,98	9,74	9,93	9,84	9,02
mar.	11,50	12,50	10,57	9,92	9,68	9,92	10,03	9,13
apr.	11,50	11,50	10,23	9,85	9,65	9,84	10,07	9,28
mag.	11,50	12,30	10,31	9,85	9,66	9,91	10,20	9,68
giu.	11,50	12,79	10,34	9,85	9,68	9,89	10,41	9,92
lug.	11,50	12,45	11,21	10,78	10,56	10,87	10,90	10,34
ago.	12,00	13,18	11,15	10,92	10,62	10,93	11,30	10,71
set.	12,00	13,53	12,07	11,78	11,45	11,80	11,30	11,02

DATA	Tassi bancari (4)							Tassi sui conti interbancari
	Prestiti in lire			Depositi		Certificati di deposito		
	prime rate ABI (5)	minimo	medio	massimo	medio	6 mesi	12 mesi	
1982 — dic.	20,75	20,85	—	18,60	—	—	—	19,05
1983 — dic.	18,75	18,80	—	17,17	—	—	—	18,04
1984 — dic.	18,00	17,68	—	15,96	—	—	—	17,31
1985 — dic.	15,88	15,29	16,86	13,43	10,11	13,21	13,61	14,93
1986 — set.	13,00	13,15	14,92	11,16	8,13	11,33	10,99	11,68
ott.	»	12,89	14,49	11,03	7,90	10,92	10,75	11,32
nov.	»	12,70	14,23	10,85	7,79	10,73	10,39	11,27
dic.	»	12,55	13,93	10,69	7,62	10,69	10,34	11,51
1987 — gen.	»	12,47	13,83	10,65	7,66	10,53	10,18	12,07
feb.	12,88	12,29	13,78	10,43	7,49	10,08	9,88	12,19
mar.	12,50	12,15	13,64	10,24	7,34	9,88	9,69	11,71
apr.	»	11,82	13,40	10,00	7,09	9,75	9,60	10,86
mag.	»	11,63	13,20	9,81	6,93	9,57	9,45	10,49
giu.	»	11,53	13,00	9,66	6,75	9,49	9,23	11,03
lug.	»	11,60	13,17	»	6,73	9,44	9,28	10,95
ago.	»	11,74	13,26	»	»	9,49	9,60	11,52
set. (*)	13,00	12,23	13,69	»	6,77	9,84	10,06	12,12

(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. Dalla fine di settembre 1986 sui rendimenti è applicata una ritenuta fiscale del 6,25 per cento, portata al 12,50 per cento da settembre 1987. — (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) Tassi rilevati dall'Associazione bancaria per i crediti in bianco utilizzati in conto corrente a clientela di primo ordine. I dati non comprendono la commissione di massimo scoperto pari a 1/8 di punto percentuale al trimestre. — (*) Dati provvisori.

Principali voci di situazione delle aziende di credito

(consistenze in miliardi di lire)

ATTIVO									
DATA	Riserve bancarie (1)	Crediti				Azioni e partecipazioni	Sofferenze (5)	Conti intercreditizi	
		Impieghi		BOT (3) (*)	Altri titoli (4) (*)			di cui: ICS	
		In lire (2)	In valuta						
1983 — dic.	58.007	157.226	21.574	47.972	132.118	6.602	11.566	97.164	7.662
1984 — dic.	67.807	185.066	30.531	42.292	144.745	8.600	14.570	102.789	8.278
1985 — dic.	82.718	220.053	24.171	25.646	173.610	9.422	17.800	106.014	9.141
1986 — ago.	82.538	217.113	27.575	22.129	165.663	10.476	20.274	73.652	6.884
set.	82.829	218.089	27.143	25.573	172.082	10.591	20.676	77.112	6.966
ott.	84.194	226.126	27.793	23.531	172.653	11.146	21.002	81.223	7.716
nov.	88.044	230.147	27.550	27.496	174.834	11.275	21.162	94.755	8.898
dic.	88.474	238.588	27.451	29.827	181.332	11.717	20.963	116.636	8.879
1987 — gen.	97.430	242.865	27.238	21.820	165.071	11.951	21.512	85.117	8.161
feb.	95.018	240.290	29.622	19.324	166.704	12.243	21.913	78.591	8.366
mar.	94.304	235.755	30.395	19.785	174.045	12.104	22.335	82.364	8.335
apr.	95.036	240.314	29.962	22.444	181.829	12.056	22.604	83.408	8.324
mag.	94.680	243.139	30.406	22.340	180.614	12.025	22.809	87.138	8.126
giu.	94.180	245.497	30.020	19.865	181.045	12.158	22.961	86.310	8.069
lug.	94.821	252.299	29.634	17.969	179.176	13.368	23.361	81.193	7.603
ago. (**).	94.900	249.340	27.370	13.850	182.200	....	....	....	....

PASSIVO									
DATA	Depositi (6)		Altra raccolta all'interno (7)	Crediti da BI-UIC	Conti intercreditizi		Patrimonio	Posizione netta sull'estero (8)	Accettazioni bancarie rilasciate (9)
	di cui: in conto corrente				di cui: ICS				
1983 — dic.	372.240	202.690	3.568	6.349	88.572	5.252	29.506	20.398	1.590
1984 — dic.	415.581	227.668	4.949	2.864	93.751	4.512	36.895	27.716	609
1985 — dic.	457.743	250.282	6.467	8.740	94.338	4.459	43.166	25.806	377
1986 — ago.	440.751	240.449	6.031	2.977	66.300	4.813	51.008	31.243	564
set.	449.658	247.839	6.394	3.526	71.439	4.863	51.202	31.810	465
ott.	455.895	251.978	5.934	3.352	75.686	4.381	51.321	32.162	415
nov.	458.623	252.876	5.956	2.924	86.934	4.530	51.560	34.012	390
dic.	498.685	281.612	4.815	4.407	103.313	5.338	51.585	32.108	307
1987 — gen.	488.522	268.040	5.458	3.177	78.920	5.778	51.642	31.710	299
feb.	481.045	262.054	5.098	3.081	73.270	4.973	52.007	33.391	301
mar.	484.013	265.069	4.827	3.170	78.444	5.269	55.418	35.017	292
apr.	489.005	269.614	4.681	3.101	77.152	5.021	59.967	33.952	281
mag.	486.926	267.702	4.392	3.417	81.200	4.943	60.859	35.178	274
giu.	492.362	273.255	3.698	3.573	84.996	5.399	61.264	37.383	258
lug.	490.524	272.677	3.946	4.827	79.398	6.160	61.269	....	232
ago. (**).	488.970	270.700	....	4.000	....	....	....	....	....

(1) Comprende la liquidità in lire (esclusi i depositi presso Poste e Cassa DD.PP.), la riserva obbligatoria, il contante a cauzione assegni e il deposito infruttifero a fronte degli sconfinamenti dal massimale. Il dato relativo a dicembre 1985 è il risultato di una ricostruzione eseguita tenendo conto delle scritturazioni sospese causate dalle agitazioni sindacali dei dipendenti della Banca d'Italia. — (2) Compresi gli investimenti in accettazioni bancarie. — (3) Al valore nominale. — (4) Titoli italiani ed esteri in lire per negoziazione, investimento e riporto ai valori di bilancio. Sono escluse le azioni. — (5) Compresi gli effetti propri insoluti e al protesto. — (6) Depositi in lire di clientela ordinaria residente. — (7) Conti in valuta di residenti e fondi di terzi in amministrazione. — (8) Fonte UIC. — (9) 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. — (*) Nei titoli sono compresi quelli acquisiti a pronti con vendita a termine, mentre non sono inclusi quelli ceduti a pronti con acquisto a termine. — (**) Dati provvisori.

Principali voci di situazione degli istituti di credito speciale

(consistenze in miliardi di lire)

DATA	ATTIVO								
	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		
1983 — dic.	4.389	5.196	11.409	109.933	59.044	29.687	4.693	9.684	- 1.991
1984 — dic.	4.257	4.964	15.023	125.300	66.144	32.927	4.585	9.193	- 7.941
1985 — dic.	3.575	4.601	16.441	135.988	72.323	36.096	3.781	8.593	- 8.238
1986 — set.	4.656	5.478	16.408	144.725	77.400	39.400	2.982	7.613	- 12.038
ott.	3.408	4.200	15.516	147.062	78.945	39.973	3.129	7.721	- 11.449
nov.	3.742	4.464	15.205	148.823	79.978	40.442	3.087	7.683	- 11.031
dic.	3.826	4.567	14.511	152.813	82.890	40.823	3.187	8.057	- 10.298
1987 — gen.	4.928	5.761	15.890	152.702	82.720	41.060	2.986	7.494	- 12.578
feb.	4.325	5.256	15.883	154.239	83.522	41.547	3.012	7.493	- 13.073
mar.	4.594	5.558	15.041	156.440	84.716	42.344	3.937	7.493	- 14.341
apr.	4.421	5.352	13.599	157.452	85.141	42.880	4.194	7.493	- 12.218
mag.	4.359	5.154	13.643	158.106	85.036	43.407	4.270	7.472	- 11.596
giu.	4.608	5.420	12.974	158.758	85.636	43.876	4.309	7.020	- 9.135
lug. (*) ..	5.985	6.908	12.566	160.849	86.821	44.545	4.302	7.020	- 12.186
ago. (*) .	5.917	6.820	12.916	161.059	86.470	44.957	4.257	7.019	- 12.022

DATA	PASSIVO								
	Certificati di deposito	Obbligazioni				C/c con aziende di credito	Fondi pubblici	Medio-credito centrale	Prestiti esteri (2)
		Ordinarie	di cui: mobiliari	di cui: fondiari	Per c/ Tesoro				
1983 — dic.	19.264	85.134	36.147	32.075	9.119	4.314	4.696	2.436	13.961
1984 — dic.	23.480	89.554	35.871	33.605	8.159	4.912	4.767	2.422	17.830
1985 — dic.	25.549	95.022	37.736	36.192	7.145	5.513	5.365	2.521	20.051
1986 — set.	27.860	97.893	39.006	38.107	6.091	3.120	6.424	2.507	21.273
ott.	28.937	97.131	38.961	37.706	6.090	3.917	6.220	2.517	21.367
nov.	29.280	98.130	39.321	38.325	6.090	4.605	6.427	2.527	21.172
dic.	28.258	102.193	41.234	39.693	6.089	5.359	6.522	2.538	21.878
1987 — gen.	28.417	102.243	41.526	39.496	5.490	5.080	6.557	2.484	21.984
feb.	28.753	102.402	41.616	39.581	5.457	4.706	6.586	2.569	22.337
mar.	28.470	103.659	42.313	40.171	5.457	4.329	6.680	2.566	22.967
apr.	28.224	104.673	42.882	40.869	5.450	4.323	6.688	2.576	23.938
mag.	27.966	106.066	43.511	41.469	5.448	4.078	6.816	2.605	24.070
giu.	28.416	107.521	44.025	42.219	5.445	4.347	6.715	2.649	24.253
lug. (*) ..	28.189	108.194	44.168	42.505	5.048	3.762	6.753	2.679	24.834
ago. (*) .	28.028	109.152	44.479	43.097	5.048	3.363	6.886	2.761	24.811

(1) Escluso finanziamento ammassi obbligatori. — (2) Al lordo di variazioni del tasso di cambio. (*) Dati parzialmente stimati.

Impieghi per rami di attività economica e categorie di imprese

(consistenze in miliardi di lire e variazioni percentuali)

VOCI	AZIENDE DI CREDITO				ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE			
	Consi- stenze a luglio 1987	Variazioni percentuali nei 12 mesi terminanti a:			Consi- stenze a luglio 1987	Variazioni percentuali nei 12 mesi terminanti a:		
		dic. 86	mar. 87	lug. 87		dic. 86	mar. 87	lug. 87
Amministrazione pubblica	8.381	-8,3	3,6	1,5	23.254	1,4	2,7	5,2
Imprese finanziarie e assicurative	17.117	30,7	57,0	40,8	9.399	57,5	44,0	52,1
Imprese non finanziarie	223.427	7,8	13,1	10,9	111.688	11,9	9,3	11,0
Agricoltura foreste e pesca	9.026	12,6	14,1	11,0	7.912	19,7	16,6	14,1
Industrie	134.344	3,6	7,4	6,4	62.716	7,8	6,6	6,8
estrattive	2.153	0,0	47,1	32,4	1.123	-0,2	7,1	1,4
alimentari e affini	13.126	6,0	5,5	10,4	5.943	14,4	11,5	10,6
tessili	10.447	-3,3	-2,2	8,5	2.370	7,3	3,7	-0,6
vestiario, abbigliamento, calzature, pelli e cuoio	9.608	9,7	13,4	11,7	1.180	11,3	11,5	15,1
legno, mobilio e arredamenti in legno .	5.821	5,5	7,7	7,5	1.263	14,7	15,3	11,0
metallurgiche	7.112	0,6	2,5	3,2	3.432	4,2	3,9	13,0
meccaniche	28.525	7,7	8,7	2,9	13.112	10,4	8,3	6,9
mezzi di trasporto	6.138	1,0	15,3	-4,4	3.529	-12,5	-8,0	-9,1
lavorazione minerali non metalliferi . .	4.923	-5,1	-5,2	-1,0	2.454	9,1	10,5	4,6
chimiche, derivati del petrolio e del carbone	10.357	-8,2	-6,1	2,5	4.502	3,4	-0,9	4,9
gomma, prodotti materie plastiche .	3.659	1,6	2,8	5,9	1.220	3,7	5,5	6,8
carta, cartotecnica, poligrafiche, editoriali e affini	4.676	-3,3	5,2	10,3	1.559	3,0	8,9	-2,6
foto-cinematografiche, manufattu- riere varie	999	10,9	16,6	10,8	345	17,4	20,6	15,0
costruzioni e installazioni di impianti .	24.778	11,8	16,2	10,0	17.704	10,5	9,7	10,3
produzione e distribuzione luce, gas, acqua	2.022	-17,1	0,2	10,0	2.980	14,1	1,2	6,7
Commercio all'ingrosso, al minuto, altre attività com.li e servizi vari	61.260	16,8	20,9	16,9	19.357	20,4	18,3	27,5
Alberghi e pubblici esercizi	2.886	19,6	23,4	18,3	2.257	19,5	18,2	21,5
Trasporti e comunicazioni	7.177	9,2	6,5	16,9	14.172	-1,1	-5,6	-2,9
Coordinamento e gestione finanziaria di imprese	8.734	9,4	81,2	42,6	5.274	117,1	65,6	58,0
Istituzioni senza finalità di lucro, famiglie e unità non classificabili	12.316	32,3	29,5	20,9	62.716	7,8	6,6	6,8
TOTALE CLIENTELA ORDINARIA RESIDENTE	261.241	9,5	15,5	12,6	148.398	12,2	10,4	12,7
<i>di cui: Imprese pubbliche (1)</i>	<i>22.470</i>	<i>-7,9</i>	<i>21,4</i>	<i>13,3</i>	<i>26.328</i>	<i>5,1</i>	<i>-3,5</i>	<i>1,4</i>
<i> di cui: a partecipazione statale .</i>	<i>18.090</i>	<i>-6,8</i>	<i>26,3</i>	<i>10,6</i>	<i>21.378</i>	<i>8,1</i>	<i>-1,0</i>	<i>4,5</i>
<i>Imprese principali private (1)</i>	<i>44.206</i>	<i>3,3</i>	<i>7,6</i>	<i>-0,3</i>	<i>31.584</i>	<i>16,0</i>	<i>12,1</i>	<i>13,8</i>
<i>Imprese rimanenti (1)</i>	<i>173.868</i>	<i>14,8</i>	<i>17,1</i>	<i>16,3</i>	<i>63.175</i>	<i>16,2</i>	<i>17,2</i>	<i>17,4</i>

Fonte: Centrale dei Rischi.

(1) A partire dal giugno 1986 i dati relativi alle imprese principali e alle rimanenti non sono omogenei con quelli dei periodi precedenti a seguito della revisione del campione di riferimento.

Emissioni nette di valori mobiliari

(miliardi di lire)

PERIODO	EMITTENTI			Totale titoli di Stato e obbliga- zioni	INVESTITORI					Azioni
	Settore pubblico	ICS	Enti pubblici e imprese		BI-UIC	Cassa DD.PP.	Aziende di credito	Fondi comuni d'invest.	Altri	
1981	7.498	7.508	807	15.813	1.492	380	5.095	—	8.846	7.186
1982	23.626	8.147	4.570	36.343	-273	-91	19.744	—	16.963	6.005
1983	69.942	7.640	2.374	79.956	1.948	562	29.975	—	47.471	10.899
1984	63.705	4.315	2.035	70.055	6.792	256	11.190	912	50.905	9.774
1985	94.074	5.178	2.195	101.447	8.910	510	27.336	11.656	53.035	12.220
1986	87.762	6.805	6.071	100.638	7.911	830	6.209	27.345	58.343	18.872
1985 — III trim.....	20.556	1.146	166	21.868	-593	280	6.166	2.593	13.422	1.520
IV »	25.951	1.363	658	27.972	4.411	-47	10.610	4.311	8.687	5.926
1986 — I trim.....	18.012	627	4.136	22.775	5.961	431	-9.922	10.035	16.270	2.313
II »	31.777	2.061	-910	32.928	2.846	337	1.940	10.477	17.328	4.733
III »	15.702	-92	977	16.587	-7.380	-38	5.943	4.598	13.464	5.026
IV »	22.271	4.209	1.868	28.348	6.484	100	8.248	2.235	11.281	6.800
1987 — I trim.....	22.994	1.385	1.278	25.657	-3.881	61	-7.609	2.249	34.837	2.452
II » (*)	21.824	3.799	195	25.818	4.950	566	6.915	-68	13.455	2.928
1986 — ago.	6.429	-40	-8	6.381	-1.410	-10	1.572	1.913	4.316	1.924
set.	8.675	652	-408	8.919	-1.653	8	6.413	1.086	3.065	1.774
ott.	9.775	-783	265	9.257	2.609	2	438	1.503	4.705	1.986
nov.	8.864	992	676	10.532	1.857	-6	1.922	700	6.059	1.775
dic.	3.632	4.000	927	8.559	2.018	104	5.888	32	517	3.039
1987 — gen.	1.883	18	2	1.903	5.695	-23	-16.463	788	11.906	684
feb.	12.585	121	317	13.023	-4.948	-20	1.805	1.025	15.161	293
mar.	8.526	1.246	959	10.731	-4.628	104	7.049	436	7.770	1.475
apr.	12.819	988	102	13.909	966	149	7.323	996	4.475	913
mag.	8.793	1.370	-153	10.010	4.620	-20	-713	3	6.120	467
giu. (*) ...	212	1.441	246	1.899	-636	437	305	-1.067	2.860	1.548
lug. (*) ...	5.582	649	600	6.831	2.227	-24	-1.847	-841	7.316	840
ago. (*) ...	2.574	878	69	3.521	3.136	-6		-2.167		383

(*) Dati provvisori.

Condizioni di emissione di CCT, BTP e CTE

Codice ABI	Titolo	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione (1)	Importo collocato (mld di lire)	Spread	Prima cedola
12876 (2) ..	CCT 1.1.97	1.1.87	99,00	10,25	5.000	0,75	10,80
12877 (2) ..	CCT 1.2.97	1.2.87	99,00	10,17	5.000	0,75	10,80
12878 (2) ..	CCT 18.2.97	18.2.87	99,00	10,14	6.000	0,75	10,55
12879 (2) ..	CCT 1.3.97	1.3.87	99,00	9,93	5.000	0,75	10,35
12882 (2) ..	CCT 1.4.97	1.4.87	99,00	9,93	11.500	0,75	10,35
12885 (2) ..	CCT 1.5.97	1.5.87	99,00	9,89	8.000	0,75	10,35
12889 (2) ..	CCT 1.6.97	1.6.87	99,00	9,89	1.430	0,75	10,35
12892 (2) ..	CCT 1.7.97	1.7.87	99,00	9,99	3.000	0,75	10,80
12894 (3) ..	CCT 20.7.92	20.7.87	99,00	9,93	2.500	0,30	5,30
12895 (2) ..	CCT 1.8.97	1.8.87	99,00	10,74	1.450	0,75	11,20
12897 (3) ..	CCT 19.8.92	19.8.87	99,00	10,67	250	0,30	5,30
12898 (2) ..	CCT 1.9.97	1.9.87	99,00	10,80	2.500	0,75	12,00

Codice ABI	Titolo	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione (4)	Importo collocato (mld di lire)	Cedola
12610	BTP 1.1.90	1.1.87	98,75	9,34	2.660	4,625
12611	BTP 1.1.92	1.1.87	98,75	9,17	1.940	4,625
12612	BTP 1.2.90	1.2.87	98,75	9,34	2.050	4,625
12613	BTP 1.2.92	1.2.87	98,75	9,17	950	4,625
12614	BTP 1.3.90	1.3.87	98,75	9,24	1.000	4,575
12615	BTP 1.3.92	1.3.87	98,75	9,07	1.000	4,575
12616	BTP 1.4.90	1.4.87	98,75	9,22	2.200	4,575
12617	BTP 1.4.92	1.4.87	98,75	9,07	800	4,575
12618	BTP 1.5.90	1.5.87	98,75	9,25	950	4,575
12619	BTP 1.5.92	1.5.87	98,75	9,07	1.000	4,575
12620	BTP 1.6.90	1.6.87	98,75	9,23	405	4,575
12621	BTP 1.6.92	1.6.87	98,75	9,07	85	4,575
12622	BTP 1.7.90	1.7.87	99,75	10,16	1.150	5,25
12623	BTP 1.7.92	1.7.87	99,75	10,13	300	5,25
12624	BTP 1.8.90	1.8.87	99,00	10,49	900	5,25
12625	BTP 1.9.90	1.9.87	99,00	10,44	800	5,625

Codice ABI	Titolo	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione (4)	Importo emesso (mil. di ECU) (5)	Tasso di cambio LIRA/ECU all'emissione	Cedola
12881	CTE 25.3.94	25.3.87	100	7,26	800	1.477,72	7,75
13000	CTE 21.9.91	21.9.87	100	7,64	700	1.498,87	8,75

(1) Rendimento atteso netto nei mesi di godimento della prima cedola nell'ipotesi di invarianza dei tassi nel periodo. — (2) Cedola annuale determinata in base al tasso del BOT a 12 mesi. — (3) Cedola semestrale determinata in base al tasso del BOT a 12 mesi. — (4) Al netto della ritenuta d'imposta. — (5) Limitatamente al mercato interno.

CCT, CTE, CTR, BTP e Fondi comuni

DATA	Rendimenti attesi (1)			Indici di capitalizzazione (2)							
	CCT	CTE	CTR	CCT	CTE (3)				CTR	BTP	Fondi comuni
					interesse	quotazione	tasso di cambio	Totale			
1981	20,25			107,71							
1982	20,78			130,51							
1983	19,82	13,11		159,09	105,81	101,93	102,08	110,21		100,00	
1984	16,98	11,51	3,40	191,33	118,89	106,57	104,59	132,51	97,63	109,39	104,01
1985	14,68	9,88	4,61	226,18	132,42	111,76	109,64	162,52	101,12	126,89	130,99
1986	12,41	8,54	4,49	259,08	144,98	115,52	110,84	185,60	117,76	146,91	178,15
1986 — I trim...	14,44	8,56	5,02	245,31	141,12	116,18	111,90	183,45	108,38	137,60	159,16
II » ..	13,11	8,41	5,04	254,63	144,71	116,43	111,86	188,46	112,37	144,96	181,39
III » ..	11,47	8,61	3,96	264,65	146,14	114,92	110,25	185,17	123,22	150,03	185,68
IV » ..	10,63	8,59	3,95	271,73	147,96	114,56	109,34	185,33	127,09	155,07	186,39
1987 — I trim...	10,22	8,45	4,36	280,27	155,72	114,11	111,32	197,70	128,21	159,56	187,99
II » ..	9,89	8,15	4,62	288,33	159,36	114,92	113,24	207,38	130,39	162,30	192,55
III » ..	10,92	8,29	4,41	290,82	163,12	113,71	113,80	211,07	135,04	163,56	187,75
1986 — ago.	11,58	8,72	3,88	264,85	148,41	114,51	109,96	186,86	123,67	149,88	187,82
set.	11,10	8,52	3,80	267,60	149,54	115,11	109,76	188,93	125,60	151,94	188,83
ott.	10,79	8,35	3,72	269,57	150,76	115,44	109,26	190,15	127,54	153,72	187,79
nov.	10,60	8,55	3,99	271,59	152,02	114,33	109,39	190,11	126,79	154,79	186,71
dic.	10,51	8,56	4,15	274,04	153,26	113,93	109,37	190,97	126,95	156,70	184,68
1987 — gen.	10,39	8,53	4,09	277,59	154,56	113,92	110,87	195,20	128,86	158,64	188,37
feb.	10,24	8,42	4,43	280,31	155,66	114,27	111,23	197,85	127,65	159,67	187,06
mar.	10,04	8,40	4,55	282,91	156,93	114,15	111,87	200,04	128,13	160,38	188,53
apr.	9,89	8,22	4,65	286,06	158,14	114,83	112,30	203,93	128,92	161,54	193,33
mag.	9,87	8,13	4,64	288,58	159,37	115,06	113,63	208,35	130,42	162,41	192,52
giu.	9,91	8,11	4,57	290,36	160,56	114,87	113,80	209,87	131,82	162,94	191,79
lug.	10,25	8,08	4,36	290,65	161,84	114,74	113,90	211,49	134,05	162,95	190,83
ago.	11,18	8,27	4,58	290,24	163,11	113,79	113,84	211,29	133,79	163,12	186,85
set.	11,33	8,52	4,29	291,58	164,42	112,60	113,66	210,42	137,28	164,61	185,57

(1) Per i CCT viene indicato il rendimento atteso nell'ipotesi di invarianza dei tassi. Il rendimento dei CTE si riferisce ad un investimento in ECU e non è quindi confrontabile con i rendimenti attesi da investimenti in lire. Per il CTR viene indicato il rendimento reale a scadenza, calcolato misurando l'inflazione con il deflatore del PIL al costo dei fattori; il rendimento ottenuto eguaglia la somma dei valori attuali dei pagamenti reali previsti dal titolo con il corso del titolo deflazionato del titolo stesso. — (2) Gli indici dei CCT, CTE, del CTR, dei BTP e dei Fondi comuni d'investimento hanno base 100 rispettivamente al 31 dicembre 1980, al 26 gennaio 1983, al 2 maggio 1984, al 30 dicembre 1983 e al 2 luglio 1984. — (3) La scomposizione dell'indice nelle tre componenti (interesse, quotazione e tasso di cambio) è di tipo moltiplicativo.

Credito totale interno (1)

(variazioni in miliardi di lire; variazioni percentuali)

PERIODO	Credito totale interno	Finanziamenti al settore non statale (2)	Fabbisogno del settore statale (3)	Credito totale interno		Finanziamenti al settore non statale	
				3 mesi (4)	12 mesi	3 mesi (4)	12 mesi
1981	73.336	28.098	45.238	—	18,1	—	13,5
1982	100.640	31.604	69.036	—	20,9	—	13,4
1983	120.626	35.432	85.194	—	20,7	—	13,2
1984	143.725	52.325	91.400	—	20,4	—	17,1
1985	153.924	46.441	107.483	—	18,1	—	12,9
1986	151.992	45.650	106.342	—	15,1	—	11,4
1985 — lug.	16.691	7.944	8.747	3,6	18,8	2,2	11,6
ago.	3.765	-2.810	6.575	3,2	18,3	1,7	11,0
set.	15.103	1.084	14.019	4,2	18,3	2,5	9,9
ott.	11.979	7.605	4.374	3,8	17,6	2,7	10,3
nov.	19.400	5.487	13.913	4,7	17,9	3,0	10,5
dic.	24.120	16.972	7.148	4,3	18,1	4,2	12,9
1986 — gen.	-2.622	-2.913	291	3,5	16,6	3,2	11,2
feb.	11.826	-909	12.735	3,0	16,7	2,4	11,0
mar.	14.524	2.224	12.300	3,0	16,4	1,2	11,1
apr.	20.318	6.608	13.710	4,9	16,9	2,6	11,4
mag.	10.752	1.304	9.448	4,8	16,7	3,4	11,1
giu.	-5.973	-1.627	-4.346	2,8	15,3	2,6	11,1
lug.	26.502	12.744	13.758	2,8	16,1	2,7	12,1
ago.	3.863	-3.813	7.676	2,4	16,0	2,2	12,0
set.	16.180	2.133	14.047	4,6	15,9	3,3	12,2
ott.	17.728	10.758	6.970	4,0	16,3	3,5	12,9
nov.	20.883	6.352	14.531	4,8	16,1	4,1	13,0
dic.	18.011	12.789	5.222	3,8	15,1	3,6	11,4
1987 — gen.	4.490	3.880	610	3,2	15,9	3,5	13,2
(*) feb.	12.395	1.726	10.669	2,8	15,7	3,5	13,9
mar.	11.930	-763	12.693	3,2	15,3	2,8	13,1
apr.	20.337	5.154	15.183	4,1	15,0	2,1	12,5
mag.	13.089	3.629	9.460	4,2	15,0	2,6	13,0
giu.	-2.381	1.739	-4.120	3,1	15,5	3,5	13,9
lug.	22.898	9.061	13.837	2,7	14,8	3,0	12,6
ago.	4.556	-4.813	9.369	2,3	14,8	1,9	12,5

(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 finanziato sull'interno (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); dal settembre del 1984 includono i titoli acquistati dalle aziende di credito con operazioni «pronti contro termine» con la clientela. — (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. Il fabbisogno del settore statale esclude, nel 1985, consolidamenti di debiti pregressi in titoli per 10.035 miliardi, di cui 4.841 relativi a crediti d'imposta; i rimanenti 5.194 miliardi di consolidamenti in titoli sono inclusi nei finanziamenti al settore non statale.

Aggregati monetari e loro contropartite

(variazioni in miliardi di lire)

VOCI	1984	1985	1986		1987				
			anno	gen.-giu.	aprile	maggio	giugno	gen.-giu.	
A) Banca d'Italia e Ufficio italiano dei cambi									
ATTIVITÀ									
Estero (a1)	5.195	-13.651	3.489	5.203	696	-1.854	-1.715	2.384	
Settore statale (a2) (1)	13.529	27.482	10.891	556	265	3.417	-1.312	4.363	
Aziende di credito (a3)	-3.550	5.675	-3.360	-133	-101	1.536	18	-1.017	
Istit. di credito speciale (a4)	433	-273	458	392	-61	3	65	-12	
Altre partite (a5)	-2.129	-402	-910	-4.132	-89	-953	2.788	-1.108	
PASSIVITÀ									
Settore non statale (a6)	3.561	3.967	3.036	-1.140	388	929	578	-1.025	
Aziende di credito (a7)	9.917	14.864	7.532	3.026	322	1.220	-734	5.635	
B) Aziende di credito									
ATTIVITÀ									
BI-UIC (b1 = a7)	9.917	14.864	7.532	3.026	322	1.220	-734	5.635	
Estero (b2)	-5.138	5.299	-6.454	-7.393	883	-1.011	-788	-4.185	
Settore statale (b3) (1)	4.778	11.624	7.575	-16.444	10.360	-861	-2.122	-7.834	
Settore non statale (b4)	38.162	30.126	28.170	-1.774	4.271	2.524	1.842	10.501	
Istit. di credito speciale (b5)	2.123	1.123	6	-2.487	270	974	-1.240	-596	
Altre partite (b6)	-9.535	-15.398	345	7.203	-11.605	-2.849	7.489	-8.153	
PASSIVITÀ									
Settore non statale: conti cor. (b7)	26.205	22.296	29.811	-10.232	3.415	-1.638	5.424	-8.583	
dep. a risp. (b8)	14.064	13.777	1.474	-13.465	-352	-741	-136	-7.252	
pronti c/termine (b9)	132	3	199	1.672	496	578	-1.117	2.573	
certif. dep. (b10)	4.276	5.753	8.129	3.838	799	574	16	9.280	
BI-UIC (b11 = a3)	-3.550	5.675	-3.360	-133	-101	1.536	18	-1.017	
Settore statale (b12)	-820	134	921	451	244	-312	242	367	

(1) Sono compresi anche i titoli concernenti l'estinzione di crediti d'imposta in favore delle istituzioni creditizie, già inclusi nelle segnalazioni statistiche di queste ultime anche se non ancora registrati nel bilancio dello Stato.

Aggregati monetari e loro contropartite*(variazioni in miliardi di lire)*

VOCI	1984	1985	1986		1987			
			anno	gen.-giu.	aprile	maggio	giugno	gen.-giu.
C) Settore statale								
FABBISOGNO INT. (c1)	93.117	115.050	109.336	45.985	15.457	9.520	-3.668	45.721
PASSIVITÀ NEI CONFRONTI DI:								
Settore non statale								
Risp. post.: conti corr. (c2)	657	2.221	-478	-639	-555	139	-118	-1.288
dep. a risp. (c3)	5.664	7.990	10.582	2.358	408	440	397	3.385
BOT e altri titoli di Stato (c4)	63.938	60.126	57.757	44.070	5.249	6.079	1.193	47.303
BI-UIC (c5=a2)	13.529	27.482	10.891	556	265	3.417	-1.312	4.363
Aziende di credito (c6=b3-b12)	5.598	11.490	6.654	-16.895	10.116	-549	-2.364	-8.201
Altri (c7)	3.731	5.741	23.930	16.535	-26	-6	1.464	159
D) Aggregati monetari e loro contropartite <i>(conto consolidato degli organismi creatori di liquidità)</i>								
AGGREGATI MONETARI								
M1 (d1=a6+b7+c2)	30.423	28.484	32.368	-12.010	3.248	-569	5.883	-10.896
Dep. a risp. (d2=b8+c3)	19.728	21.767	12.056	-11.107	55	-301	261	-3.867
Pronti contro termine (d3=b9)	132	3	199	1.672	496	578	-1.117	2.573
M2A (d4=d1+d2+d3)	50.283	50.254	44.623	-21.445	3.799	-292	5.027	-12.190
Certif. dep. banc. (d5=b10)	4.276	5.753	8.129	3.838	799	574	16	9.280
M2 (d6=d4+d5)	54.559	56.007	52.752	-17.607	4.598	282	5.043	-2.910
FONTI DI CREAZIONE								
Eestero (d7=a1+b2)	57	-8.352	-2.965	-2.190	1.579	-2.865	-2.503	-1.801
Settore Statale								
(d8=c1-c4-c7)	25.448	49.183	27.649	-14.620	10.234	3.447	-3.397	-1.741
Settore non statale (d9=b4)								
	38.162	30.126	28.170	-1.774	4.271	2.524	1.842	10.501
Ist. di credito speciale								
(d10=a4+b5)	2.556	850	464	-2.095	209	977	-1.176	-608
Altre (d11=a5+b6)	-11.664	-15.800	-565	3.071	-11.694	-3.802	10.277	-9.261

Attività liquide del settore non statale

(consistenze in miliardi di lire; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

DATA	Consistenze di fine periodo				Tassi percentuali di fine periodo			
	M1 (1)	M2A (2)	M2 (3)	M3 (4)	M1	M2A	M2	M3
1981 — dic.	185.657	340.737	340.737	402.943	10,2	10,0	10,0	16,2
1982 — dic.	216.640	402.227	402.227	475.245	16,7	18,0	18,0	17,9
1983 — dic.	244.629	448.399	451.656	539.984	12,9	11,5	12,3	13,6
1984 — dic.	275.052	498.683	506.216	615.857	12,4	11,2	12,1	14,1
1985 — lug.	270.182	496.647	509.488	639.749	14,2	13,3	14,6	15,6
ago.	267.912	496.487	509.255	641.000	14,7	13,5	14,7	15,7
set.	272.139	501.235	514.296	647.639	14,3	12,8	14,0	15,2
ott.	273.161	502.889	516.124	647.552	13,2	12,2	13,4	13,7
nov.	273.477	503.847	517.083	648.853	13,4	12,1	13,2	13,2
dic.	303.536	548.936	562.222	687.446	10,4	10,1	11,1	11,6
1986 — gen.	292.155	538.305	552.914	684.267	9,5	9,3	10,1	11,1
feb.	285.339	527.562	542.722	679.463	9,6	8,9	9,5	10,8
mar.	288.297	527.805	543.359	683.876	9,9	8,5	9,0	10,8
apr.	289.456	527.592	543.745	683.053	9,8	8,0	8,5	9,7
mag.	288.671	524.915	541.682	681.567	11,1	8,3	8,8	9,2
giu.	291.526	527.491	544.615	682.232	10,1	7,7	8,3	8,1
lug.	294.071	531.314	548.569	686.324	8,8	7,0	7,7	7,3
ago.	291.463	530.791	548.285	686.175	8,8	6,9	7,7	7,0
set.	298.055	538.087	556.380	693.148	9,5	7,4	8,2	7,0
ott.	302.077	543.573	563.055	698.468	10,6	8,1	9,1	7,9
nov.	304.477	547.971	568.251	702.133	11,3	8,8	9,9	8,2
dic.	335.904	593.558	614.973	744.024	10,7	8,1	9,4	8,2
1987 — gen.	321.224	580.377	606.005	737.378	9,9	7,8	9,6	7,8
(*) feb.	314.230	571.286	599.154	731.759	10,1	8,3	10,4	7,7
mar.	316.446	572.833	602.138	736.204	9,8	8,5	10,8	7,7
apr.	319.694	576.633	606.737	741.651	10,4	9,3	11,6	8,6
mag.	319.125	576.341	607.019	743.026	10,5	9,8	12,1	9,0
giu.	325.008	581.368	612.063	746.794	11,5	10,2	12,4	9,5
lug.	327.926	585.244	614.486	755.005	11,5	10,2	12,0	10,0
ago.	324.016	582.751	611.446		11,2	9,8	11,5	

(1) Biglietti e monete, depositi in c/c. — (2) Biglietti e monete, depositi in c/c e a risparmio, raccolta bancaria con operazioni «pronti contro termine». — (3) Biglietti e monete, depositi in c/c e a risparmio, raccolta bancaria con operazioni «pronti contro termine», certificati di deposito bancari conformi al DM 28/12/1982. — (4) Attività incluse in M2, accettazioni bancarie, BOT. — (*) Dati provvisori.

Attività finanziarie del settore non statale e loro contropartite

(variazioni in miliardi di lire)

PERIODO	Attività finanziarie	Finanziamenti al settore non statale da:							Settore statale (4)	Estero (5)	Partite non classificabili
		aziende di credito (1)	istituti di credito speciale (1)	obbligazioni	settore statale (2)	azioni	altre passività sull'interno (3)	estero			
1981	76.359	15.202	14.521	756	6.291	4.475	2.835	9.463	42.231	-7.675	-11.740
1982	89.353	11.351	13.461	4.412	11.592	3.909	2.230	3.517	58.982	-10.048	-10.053
1983	122.395	21.462	11.549	2.422	14.139	8.567	3.000	1.720	71.864	706	-13.034
1984	137.931	35.930	14.469	1.925	10.780	6.365	3.300	1.355	82.209	-7.254	-11.148
1985	144.700	33.338	11.409	1.694	11.837	7.740	4.192	5.065	97.528	-7.761	-20.342
1986	171.028	23.467	16.896	5.286	7.040	17.425	7.570	367	93.133	665	-821
1985 — lug. ...	11.781	7.132	681	132	-5	-66	520	704	8.796	902	-7.015
ago. ...	4.538	-4.326	1.486	30	551	696	411	-361	6.189	2.015	-2.153
set. ...	15.028	495	671	-83	3.437	129	479	25	11.079	-404	-800
ott. ...	6.563	6.309	463	833	-1.406	1.244	314	346	5.832	-1.442	-5.930
nov. ...	7.528	4.076	1.414	-2	470	-354	120	271	13.473	-693	-11.247
dic. ...	47.649	13.279	4.038	-346	711	4.774	175	-263	6.348	-2.025	20.958
1986 — gen. ...	6.115	-5.761	800	2.048	289	1.457	894	-59	236	-1.529	7.740
feb. ...	8.432	-4.316	1.992	1.415	928	682	735	92	11.818	-1.219	-3.695
mar. ...	13.386	-1.190	2.906	508	535	816	736	-472	11.640	-1.269	-824
apr. ...	12.527	5.640	951	17	279	-597	326	1.919	12.684	-1.308	-7.384
mag. ...	10.658	243	1.237	-176	1.436	-683	91	1.812	8.777	533	-2.612
giu. ...	7.597	909	-1.705	-832	772	1.958	960	84	-7.507	530	12.428
lug. ...	11.758	10.605	749	1.390	332	1.711	723	-502	8.815	3.642	-15.707
ago. ...	7.054	-4.351	535	3	663	2.694	632	-1.133	7.251	2.831	-2.071
set. ...	16.075	955	1.587	-409	211	2.680	859	-1.192	13.857	827	-3.300
ott. ...	18.123	8.495	2.339	-76	568	3.847	453	-492	6.458	791	-4.260
nov. ...	11.846	3.846	1.829	677	611	1.225	496	508	13.938	-404	-11.250
dic. ...	47.827	8.392	3.676	721	416	1.633	666	-198	5.166	-2.760	-30.115
1987 — gen. ...	4.665	3.891	11	-22	555	1.132	968	-247	-102	612	-2.133
(*) feb. ...	8.421	-183	1.588	322	616	-790	1.097	1.332	10.626	-768	-5.419
mar. ...	13.160	-3.824	2.240	822	1.014	674	1.011	2.598	11.841	-726	-2.490
apr. ...	14.398	4.015	1.023	116	669	270	538	1.165	14.648	357	-8.403
mag. ...	6.600	2.879	904	-153	541	35	600	-537	9.115	-1.511	-5.273
giu. ...	11.049	1.805	-214	148	443	2.863	1.465	-1.465	-4.896	273	10.844
lug. ...		6.345	2.124	592	1.494		686		12.192		
ago. ...		-5.003	210	-20					8.793		

(1) Dati corretti dei consolidamenti di debiti pregressi; gli impieghi in valuta delle aziende di credito sono depurati per l'effetto della variazione del tasso di cambio. — (2) Mutui e partecipazioni del Tesoro e mutui della Cassa Depositi e Prestiti. Gli importi sono al netto delle operazioni di consolidamento dei debiti dei comuni e delle imprese. — (3) Comprende i crediti da BI-UIC, le accettazioni bancarie in mano al settore non statale, una stima dei titoli atipici, le sofferenze delle istituzioni creditizie. — (4) Al netto dei consolidamenti di debiti degli enti mutualistici e degli istituti di previdenza. — (5) Saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti valutaria. — (*) Dati provvisori.

Principali provvedimenti di politica economica

1987

2 marzo - Provvedimenti fiscali: *Finanza locale.*

Viene stabilito il regime finanziario degli enti locali per il 1987.

In particolare vengono aumentati del 4 per cento rispetto al 1986 i fondi spettanti ai comuni e alle province per il finanziamento delle spese attinenti alle funzioni già esercitate dalle regioni.

Gli stanziamenti per il Fondo ordinario per la finanza locale vengono ridotti del 5 per cento rispetto alle somme spettanti nel 1986. I minori stanziamenti confluiscono al Fondo perequativo per la finanza locale. Rispetto all'anno precedente, vengono introdotti ulteriori parametri per la ripartizione di tale fondo perequativo.

Il fondo per lo sviluppo degli investimenti viene maggiorato di 1.050 miliardi per finanziare le rate d'ammortamento dei mutui contratti nel 1987: la ripartizione di tali maggiori somme avviene secondo i criteri basati sulla popolazione residente introdotti nell'anno precedente.

In materia di stipulazione di mutui da parte degli enti locali, vengono confermate le modalità e le condizioni stabilite per il 1986; alle comunità montane è inoltre concesso, a determinate condizioni, di contrarre mutui per l'acquisizione di terreni montani e per il loro rimboschimento.

In materia di tributi locali, viene aumentata dal 32 al 40 per cento la percentuale di copertura dei costi dei servizi «a domanda individuale», mentre viene fissata in misura pari all'80 per cento la quota minima dei costi di gestione degli acquedotti da coprire con proventi tariffari; viene confermato anche per il 1987 l'aumento del 10 per cento delle tasse sulle concessioni comunali nonché l'obbligo di applicare le aliquote dell'Invim nella misura massima; vengono aumentate da lire 13 e da lire 5,5 a lire 14 e a lire 6 le addizionali sul consumo dell'energia elettrica rispettivamente comunali per le utenze domestiche e comunali e provinciali per le restanti utenze.

(D.L. 2.3.87, n. 55; G.U. 2.3.87, n. 50)

13 marzo - Provvedimenti monetari e creditizi: *Variazione del tasso ufficiale di sconto.*

Con decreto del Ministro del tesoro del 13 marzo e a decorrere dal giorno successivo il tasso di sconto e la misura dell'interesse sulle anticipa-

zioni a scadenza fissa sono stati portati dal 12 all'11,50 per cento.

(D.M. 13.3.87, G.U. 14.3.87, n. 61)

13 marzo - Provvedimenti monetari e creditizi: *Modifica della disciplina della riserva obbligatoria.*

Con decreto del Ministro del tesoro del 13 marzo 1987, è stata istituita la riserva obbligatoria sulla raccolta in valuta delle aziende di credito. Ad esclusione dei Monti di credito su pegno di 2ª categoria e delle Casse rurali e artigiane, le aziende di credito sono tenute a costituire presso la Banca d'Italia una riserva in lire pari al 25 per cento delle variazioni mensili della raccolta in valuta, al netto della quota reinvestita all'estero ovvero ricollocata presso altre aziende di credito nazionali. Le variazioni mensili devono essere calcolate sulla base della consistenza media mensile del controvalore in lire, ai cambi ufficiali, dei saldi giornalieri.

L'aliquota di prelievo da applicarsi in caso di diminuzione dell'aggregato soggetto a riserva è anch'essa del 25 per cento.

Sulla riserva così costituita verrà corrisposta una remunerazione del 5,5 per cento.

Ai fini della determinazione del versamento dovuto per il mese di marzo 1987, si dovrà tenere conto della variazione tra la consistenza media giornaliera della seconda metà di detto mese e quella relativa alla seconda metà del precedente mese di febbraio; per il mese di aprile 1987 la consistenza media dell'intero mese sarà rapportata a quella relativa alla seconda metà del mese di marzo.

La Banca d'Italia è stata incaricata di definire gli aggregati da considerare ai fini della riserva obbligatoria e le relative modalità di calcolo.

(D.M. 13.3.87)

2 maggio - Provvedimenti fiscali: *Finanza locale.*

Vengono riproposte, con alcune modifiche, le norme contenute nel D.L. 2.3.87, n. 55, decaduto per mancata conversione.

(D.L. 2.5.87, n. 167; G.U. 2.5.87, n. 100)

12-13 maggio - Provvedimenti valutari: *Modificazioni al D.M. 12.3.81 recante norme concernenti i regolamenti valutari ed i rapporti finanziari con l'estero.*

1) È abolito il deposito infruttifero sugli investimenti all'estero in titoli e in immobili; resta in

vigore un regime di autorizzazioni per gli investimenti in immobili situati in paesi non-CEE.

- 2) È soppresso l'obbligo del finanziamento in valuta dei pagamenti anticipati di importazione.
- 3) I termini di validità dei conti valutarî vengono portati da 60 a 120 giorni per la valuta di diretta acquisizione, cioè proveniente da pagamenti effettuati dall'estero, e da 30 a 60 giorni per la valuta di giro, cioè acquistata contro lire per il regolamento di operazioni autorizzate.
- 4) I termini dell'offerta in cessione vengono elevati da 15 a 30 giorni.
- 5) È soppressa la penalità sui saldi debitori non autorizzati dei conti in lire di non residenti.
- 6) In linea con quanto concordato in sede OCSE, viene portato da 1.600.000 lire a 1.250 DSP il limite della assegnazione turistica in aggiunta all'ammontare massimo di banconote italiane esportabili elevato da 400 a 500 mila lire.
- 7) Viene liberalizzata l'importazione di banconote italiane: nel caso di importazione di banconote per un ammontare superiore a 500.000 lire da parte di residenti e a 5 milioni di lire da parte di non residenti, può essere richiesto ai portatori di indicarne l'origine e la prevedibile utilizzazione.
- 8) Diviene possibile la cessione tra residenti di tutti i crediti verso l'estero, prima limitata solamente a quelli non scaduti.
- 9) Viene elevato da 10 a 20 milioni di lire il limite al di sotto del quale non sono richiesti moduli valutarî e viene generalizzata l'applicazione del sistema del visto successivo, prima limitata alle operazioni tra 10 e 100 milioni.
- 10) Vengono introdotti i «Conti cumulativi in valuta» con i quali si consente alle società capogruppo e alle loro finanziarie di accreditare e addebitare i propri conti valutarî anche e per conto delle altre consociate.
- 11) Viene concessa la possibilità di accendere finanziamenti in valuta «globali» e cioè a fronte di più operazioni commerciali; in precedenza il finanziamento in valuta era legato alla singola operazione commerciale.
(DD.MM. 12 e 13 maggio 1987; G.U. 15.5.87, n. 111)

27 agosto - Provvedimenti monetari e creditizi: Variazione del tasso ufficiale di sconto.

Con decreto del Ministro del tesoro del 27 agosto 1987 e a decorrere dal giorno successivo il

tasso di sconto e la misura dell'interesse sulle anticipazioni a scadenza fissa sono stati portati dall'11,50 al 12 per cento.

(D.M. 27.8.87; G.U. 28.8.87, n. 200)

27 agosto - Provvedimenti fiscali: Norme in materia di imposte.

Viene aumentata la misura dei versamenti di acconto per alcune imposte dirette: in particolare, viene elevata dal 90 al 100 per cento quella relativa all'imposta sugli interessi dei depositi bancari; dal 92 al 100 per cento quella relativa all'Irpeg e all'Ilor dovuta dalle persone giuridiche.

Viene anticipato alle emissioni successive al 31 agosto, anziché al 30 settembre 1987, l'innalzamento dal 6,25 al 12,50 per cento della ritenuta sugli interessi e sugli altri proventi dei titoli pubblici.

Vengono apportati alcuni inasprimenti ai tributi indiretti. In particolare, viene istituito, ai fini dell'IVA, un prelievo addizionale del 4 per cento (ridotto al 2 per cento per i beni già soggetti all'imposta erariale sul consumo) su alcuni beni di consumo durevole. Tale addizionale resta in vigore sino al 31 dicembre 1987.

(D.L. 27.8.87, n. 348; G.U. 27.8.87, n. 199)

28 agosto - Provvedimenti fiscali: Fiscalizzazione degli oneri sociali, proroga degli sgravi contributivi nel Mezzogiorno ed interventi per settori.

Dal 1° gennaio 1987 le modalità di erogazione dei benefici contributivi sono modificate; gli sgravi proporzionali alle retribuzioni dei dipendenti vengono sostituiti con sgravi in cifra fissa. Non sono più previste differenziazioni fra i lavoratori dei due sessi.

Gli sgravi, erogati fino al 30 novembre 1988, saranno rivalutati annualmente dalla legge finanziaria in ragione del tasso di inflazione programmato.

I limiti di reddito fissati dalla legge finanziaria per il 1986 oltre i quali si perde il diritto agli assegni familiari per il primo figlio e per i genitori a carico sono rivalutati, a partire dal 1° gennaio 1987, del 67 per cento.

(D.L. 28.8.87, n. 358; G.U. 29.8.87, n. 201; ripropone con modificazioni il testo dei DD.LL. 27.6.87, n. 244; 28.4.87, n. 156; 25.2.87, n. 48; 22.12.86, n. 882 decaduti)

31 agosto - Provvedimenti fiscali: Disposizioni urgenti in materia sanitaria.

Dal 1° gennaio 1987 gli assistiti sono esentati dalla partecipazione alla spesa per le presta-

zioni di diagnostica strumentale, di laboratorio e specialistiche.

La quota di partecipazione dell'assistito alle prestazioni farmaceutiche è stata ridotta; il meccanismo per la determinazione della quota di partecipazione sul prezzo di vendita dei medicinali è stato modificato; per ogni farmaco si prevede una quota fissa stabilita sulla base dell'appartenenza ad alcune fasce di prezzo.

(D.L. 31.8.87, n. 360; G.U. 1.9.87, n. 203; ripropone con modificazioni il testo dei DD.LL. 30.6.87, n. 257; 29.4.87, n. 166; 28.2.87, n. 53; 30.12.86, n. 921 decaduti)

1° settembre - Provvedimenti fiscali: *Finanza locale.*

Vengono riproposte le norme contenute nel D.L. 2.5.87, n. 167, decaduto per mancata conversione.

(D.L. 31.8.87, n. 359; G.U. 1.9.87, n. 203)

13 settembre - Provvedimenti monetari e creditizi: *Modifica della disciplina della riserva obbligatoria.*

Il decreto del Ministro del tesoro del 13 settembre 1987 ha stabilito che l'aliquota di riserva obbligatoria da applicare sugli incrementi della raccolta netta in valuta delle aziende di credito, fissata nella misura del 25 per cento dal D.M. 13.3.1987 che istituiva la riserva stessa, venga azzerata a partire dal mese di agosto 1987.

(D.M. 13.9.87)

13 settembre - Provvedimenti monetari e creditizi: *Massimale sugli impieghi in lire.*

In data 13 settembre 1987 la Banca d'Italia ha introdotto per il periodo settembre 1987-marzo 1988 un massimale sugli impieghi in lire delle aziende di credito. Sono soggette al vincolo tutte le aziende e gli istituti centrali di categoria che, dalle situazioni dei conti prodotte alla Banca d'Italia, risultino avere una base di riferimento, come sotto definita, non inferiore a 10 miliardi di lire. L'aggregato da considerare, sia per il calcolo della base di riferimento sia per determinare le consistenze da porre a raffronto con detta base, è costituito dagli impieghi in lire per cassa a favore della clientela ordinaria residente, ivi comprese accettazioni negoziate, sofferenze, effetti insoluti e al protesto e finanziamenti degli ammassi obbligatori. Rimangono esclusi gli impieghi effettuati con fondi di terzi in amministrazione e quelli rifinanziati presso l'Artigiancassa. Come base di riferimento viene presa la media della consistenza di detto aggregato a fine febbraio, marzo e aprile 1987. La crescita degli impieghi così definita viene limitata al 2,5 per cento in settembre 1987,

al 4,0 per cento in ottobre, al 4,5 per cento in novembre, all'8,0 per cento in dicembre, al 7,5 per cento in gennaio 1988, al 6,0 per cento in febbraio, al 6,5 per cento in marzo.

Le aziende di credito i cui impieghi superino la crescita consentita devono versare in deposito infruttifero presso la Banca d'Italia un importo commisurato alle eccedenze registrate nei singoli mesi secondo le seguenti aliquote: 40 per cento della quota di debordo per eccedenze comprese tra l'1 per cento e il 3 per cento del massimo consentito; 80 per cento della quota di debordo oltre il 3 per cento e fino al 6 per cento; 100 per cento della quota di debordo oltre il 6 per cento.

13 settembre - Provvedimenti valutari: *Modifiche al D.M. 12.3.81 recante norme concernenti i regolamenti valutari ed i rapporti finanziari con l'estero.*

Vengono emanate le seguenti misure che resteranno in vigore sino al marzo del 1988:

- 1) Divieto di estinzione anticipata dei finanziamenti in valuta in essere, relativi a esportazioni e importazioni.
- 2) Obbligo di finanziamento in valuta, nella misura del 100 per cento, dei regolamenti anticipati delle importazioni e, nella misura del 75 per cento, dei regolamenti posticipati delle esportazioni.
- 3) Proroga degli incassi delle esportazioni solo subordinatamente al relativo finanziamento in valuta e divieto di anticipare il pagamento delle importazioni rispetto ai termini contrattuali già definiti.
- 4) Riduzione dei termini di utilizzo della valuta detenuta nei conti valutari, da 120 a 30 giorni per quella di diretta acquisizione dall'estero, da 60 a 15 giorni per quella di indiretta acquisizione e da 120 a 7 giorni per quella riveniente da finanziamenti in valuta di esportazioni.
- 5) Riduzione da 30 a 15 giorni della durata dei conti di attesa in valuta.

(DD.MM. 13.9.87; G.U. 14.9.87, n. 214)

24 settembre - Provvedimenti fiscali: *Norme in materia di imposte.*

Vengono riproposte, con alcune modifiche, le norme contenute nel D.L. 27.8.87, n. 348. In particolare, viene ridotto dal 100 al 98 per cento l'ammontare della misura dell'acconto relativo all'Irpeg e all'Ilor dovuta dalle persone giuridiche. Viene inoltre aumentata l'imposta fissa sul bollo per vari atti amministrativi e raddoppiata la tassa speciale sui contratti di borsa.

(D.L. 24.9.87, n. 391; G.U. 24.9.87, n. 223)