

BANCA D'ITALIA

Bollettino Economico



Numero 10 Febbraio 1988

BANCA D'ITALIA

Bollettino Economico

del Servizio Studi

Numero 10 Febbraio 1988

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>	32
<i>I mercati monetari e finanziari</i>	37
<i>Le prospettive a breve termine</i>	46

Note

<i>La riforma del bilancio comunitario</i>	1*
<i>Compensazione straordinaria dei buoni cassa</i>	12*
<i>La riforma del mercato secondario dei titoli pubblici</i>	16*

Documenti

<i>Proposte per la convergenza internazionale della misurazione dei fondi propri e dei coefficienti patrimoniali minimi</i>	25*
<i>Ordinamento degli enti pubblici creditizi: l'adozione del modello della società per azioni</i>	44*

Interventi

<i>Verso un ordinamento bancario europeo, Tommaso Padoa-Schioppa, ottobre 1987</i>	57*
<i>Intervento del Governatore della Banca d'Italia al CIPE, Carlo A. Ciampi, dicembre 1987</i>	62*
<i>La lezione professionale e civile di Fausto Vicarelli, Carlo A. Ciampi, gennaio 1988</i>	66*
<i>Rinascita dell'economia italiana: punti di forza e fattori di debolezza, Carlo A. Ciampi, gennaio 1988</i>	69*

Appendice

<i>Serie statistiche</i>	75*
<i>Principali provvedimenti di politica economica</i>	118*
<i>Elenco delle pubblicazioni della Banca d'Italia</i>	124*

INDICE DEI RIQUADRI

La congiuntura e le politiche economiche

<i>Recenti sviluppi economici e commerciali nei principali paesi asiatici a rapida industrializzazione . . .</i>	8
<i>La modifica degli aggregati di riferimento per la politica monetaria della Germania federale</i>	12
<i>Il «rapporto Brady» sulla crisi dei mercati borsistici .</i>	16
<i>L'evoluzione della Cassa integrazione guadagni</i>	22
<i>La normativa valutaria dopo il 1° ottobre 1988</i>	30
<i>Gli interventi della Banca d'Italia sul mercato monetario</i>	40
<i>La manovra di bilancio per il 1988</i>	50

La congiuntura e le politiche economiche

L'economia internazionale

La congiuntura e gli squilibri nei pagamenti internazionali

La domanda interna dei paesi industriali è cresciuta nella seconda metà dell'anno, a un ritmo superiore al previsto (3,5 per cento in ragione d'anno), determinando una forte ripresa del commercio internazionale (8,5 per cento): non ha avuto un effetto significativo sull'attività economica il crollo delle quotazioni azionarie avvenuto nell'ottobre scorso. Tuttavia, il persistere di ampi squilibri nei pagamenti internazionali e le difficoltà a mantenere gli impegni di coordinamento delle politiche economiche hanno provocato una forte instabilità dei mercati finanziari e dei cambi e incertezza sulla durata dell'attuale fase di ripresa.

Nel secondo semestre il prodotto lordo dei paesi industriali è cresciuto del 3,3 per cento in ragione d'anno, il tasso più elevato degli ultimi tre anni (tav. 1). Negli Stati Uniti la ripresa dei consumi privati e degli investimenti ha determinato un incremento della domanda interna del 2,5 per cento, contro l'1,9 del primo semestre. Nell'intero 1987 la crescita del prodotto lordo è stata del 2,9 per cento, come nel 1986; il contributo dell'estero è stato positivo per l'1 per cento. Il forte aumento delle scorte nell'ultimo trimestre dell'anno potrebbe tuttavia rappresentare il segnale di un possibile, temporaneo rallentamento del processo di crescita dell'economia americana. In Giappone la domanda interna è cresciuta nel secondo semestre a un ritmo di quasi il 6 per cento annuo: particolarmente sostenuto è stato l'andamento degli investimenti pubblici (19 per cento in ragione d'anno), che hanno risentito delle misure di stimolo fiscale del maggio scorso; il contributo dell'estero è stato negativo per circa l'1 per cento del prodotto.

Nella CEE, nonostante l'accelerazione registrata nella seconda metà dell'anno, in cui il prodotto è aumentato a un ritmo del 3 per cento, il doppio rispetto al primo semestre, il tasso di crescita per l'intero 1987 è rimasto inferiore a quello dell'anno precedente (2,4 e 2,6 per cento, rispettivamente). Il prodotto è aumentato a un ritmo elevato nel Regno Unito (3,7 per cento), in Spagna (4,3 per cento) e in Portogallo (3,4 per cento). Nella Germania federale, nonostante una netta ripresa nel secondo semestre, la crescita è rimasta inferiore a quella dell'anno precedente (1,7 per cento contro 2,6), interamente per effetto del rallentamento della domanda interna (dal 3,7 nel 1986 al 2,6 nel 1987). In Francia e in Italia il tasso di crescita per l'intero anno è rimasto su livelli prossimi a quelli del 1986 (1,8 e 2,8 per cento, rispettivamente). In entrambi i paesi il contributo negativo del settore estero è stato assai rilevante (oltre l'1,5 per cento del prodotto), e superiore a quello registrato dalla Germania federale (circa 1 per cento).

Il diverso ritmo di crescita nei paesi industriali si è riflesso sull'andamento del tasso di disoccupazione: esso ha continuato a scendere soprattutto negli Stati Uniti (5,8 per cento a dicembre 1987 contro 6,7 di fine 1986), mentre è aumentato nell'insieme dei paesi europei, in particolare nella Germania federale dove è tornato, alla fine dell'anno, su livelli prossimi al 9 per cento.

La dinamica dei prezzi al consumo dei paesi industriali, che aveva mostrato segni di ripresa nel corso dei mesi estivi, è rallentata nell'ultima parte dell'anno (fig. 1). Nei dodici mesi terminanti a dicembre i prezzi al consumo sono aumentati del 4,4 per cento negli Stati Uniti e dell'1 per cento in Giappone e nella Germania federale. Nella CEE il tasso di inflazione è rimasto pressoché immutato nel corso dell'anno (3,2 per cento a dicem-

Tav. 1

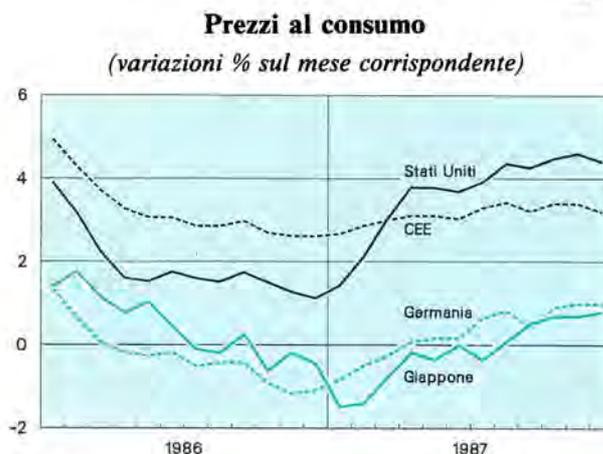
Contributo percentuale alla crescita del prodotto lordo reale delle principali componenti della domanda nei paesi industriali
(in rapporto al prodotto del periodo precedente)

AREE E PAESI	1986	1987	1987	
			I sem.	II sem.
Stati Uniti				
Consumi privati	2,7	1,2	0,1	1,4
Spesa pubblica	0,8	0,5	-0,1	1,0
Investimenti privati (1)	-0,3	0,1	-0,5	1,6
Scorte	0,2	0,8	2,5	-0,1
Esportazioni - Importazioni	-1,1	0,6	1,2	—
Prodotto lordo (2)	2,9	2,9	3,2	3,8
Giappone				
Consumi privati	1,5	1,8	2,0	1,8
Spesa pubblica	0,9	0,8	-0,6	1,5
Investimenti privati (1)	1,2	1,3	1,6	1,0
Scorte	-0,2	-0,3	-0,3	0,5
Esportazioni - Importazioni	-1,4	-0,7	—	-1,0
Prodotto lordo (2)	2,4	3,5	3,3	4,5
Germania federale				
Consumi privati	2,3	1,5	0,7	2,3
Spesa pubblica	0,6	0,3	-0,6	1,3
Investimenti privati (1)	0,5	0,5	0,5	0,5
Scorte	0,1	0,5	1,1	-1,5
Esportazioni - Importazioni	-1,1	-1,0	-1,5	—
Prodotto lordo (2)	2,5	1,7	-0,8	3,5
Totale sette maggiori paesi industriali (3)				
Consumi privati	2,4	1,5	0,9	2,0
Spesa pubblica	0,7	0,5	-0,1	0,8
Investimenti privati (1)	0,2	0,5	0,3	1,3
Scorte	0,2	0,3	1,3	-0,5
Esportazioni - Importazioni	-1,1	-0,2	0,4	—
Prodotto lordo (2)	2,8	2,8	2,7	3,5
Totale paesi industriali				
Prodotto lordo (2)	2,8	2,8	2,7	3,3

Fonti: Bollettini nazionali e OCSE.

(1) Esclusa edilizia. — (2) Variazioni percentuali sul periodo precedente; i tassi di variazione semestrale sono espressi in ragione annua. — (3) Canada, Francia, Germania federale, Giappone, Italia, Regno Unito, Stati Uniti.

Fig. 1



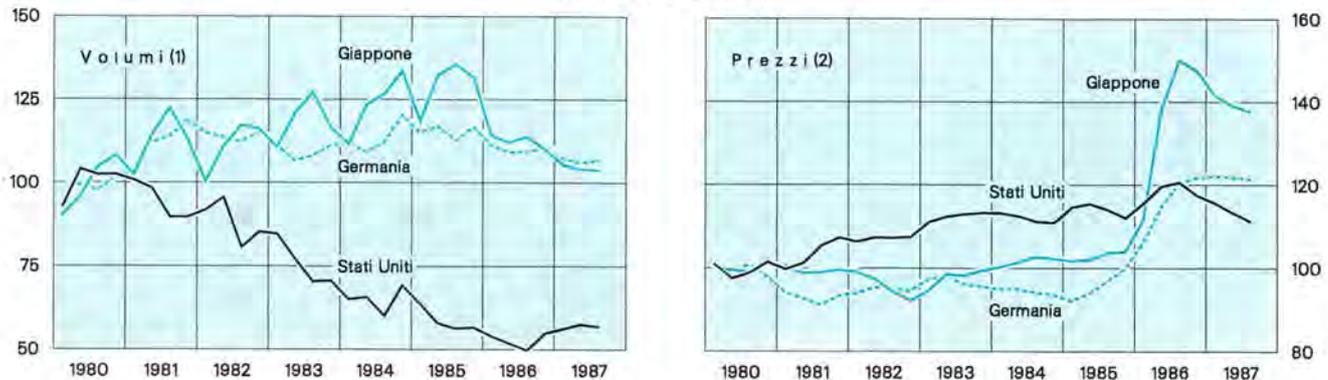
Fonte: OCSE.

bre); sensibili progressi si sono avuti in Spagna, Grecia e Portogallo, dove i tassi di incremento dei prezzi, insieme con quello dell'Italia, rimangono tuttavia superiori alla media. Negli Stati Uniti il tasso di inflazione si è stabilizzato nel secondo semestre, per effetto della moderata dinamica delle remunerazioni salariali e dell'aumento contenuto dei prezzi all'importazione, nonostante l'ampio deprezzamento del tasso di cambio del dollaro. A fronte di tale deprezzamento, nei dodici mesi terminanti a dicembre i prezzi in dollari dei prodotti primari non petroliferi sono aumentati di circa il 25 per cento, soprattutto per il rincaro delle materie prime agricole non alimentari (31 per cento) e per l'impennata delle quotazioni dei minerali e dei metalli (64 per cento). L'indice calcolato sia in ECU sia in yen, al fine di depurare l'effetto del deprezzamento del dollaro, mostra tuttavia aumenti molto più contenuti (circa il 5 per cento). Nel secondo semestre del 1987 i prezzi del petrolio hanno registrato una tendenza al ribasso; nonostante i tentativi dell'OPEC di far rispettare le quote di produzione concordate, l'offerta è risultata in media superiore al tetto programmato per un ammontare pari a circa 3 milioni di barili al giorno. A dicembre, i prezzi *spot* del greggio medio-orientale sono scesi intorno ai 15 dollari. L'evoluzione delle condizioni del mercato del petrolio rimane caratterizzata da una elevata variabilità delle quotazioni. All'inizio del 1988, in seguito a un lieve rallentamento della produzione, i prezzi sono di nuovo aumentati, tornando su livelli prossimi ai 17 dollari.

Fig. 2

Flussi commerciali in volume e ragioni di scambio

(indici 1980=100)



Fonte: FMI.

(1) Rapporto tra esportazioni e importazioni. — (2) Rapporto fra prezzi all'esportazione e prezzi all'importazione; per gli Stati Uniti, valori medi unitari.

Nel secondo semestre del 1987 i volumi di commercio dei tre principali paesi si sono mossi nella direzione desiderata per favorire una riduzione degli squilibri commerciali in valore. Tuttavia, tale riduzione si è registrata effettivamente solo in Giappone (da 102 miliardi di dollari nel primo semestre a 92 nel secondo, in ragione d'anno), in seguito al forte incremento del volume delle importazioni (15 per cento in ragione d'anno). Negli altri due paesi, invece, l'andamento dei flussi commerciali in volume è stato compensato da quello in senso opposto dei prezzi relativi (fig. 2). Negli Stati Uniti l'aumento del volume delle esportazioni (23 per cento in ragione d'anno) è stato superiore a quello delle importa-

zioni (10 per cento); tuttavia, le ragioni di scambio sono diminuite di circa il 3 per cento, e il disavanzo commerciale, pari a 156 miliardi di dollari su base annua, è rimasto quasi immutato rispetto al primo semestre. Nella Germania federale le importazioni sono aumentate nella seconda parte dell'anno con un ritmo lievemente superiore a quello delle esportazioni (7 e 5 per cento, rispettivamente, in ragione d'anno), ma i prezzi si sono mossi in senso contrario alla riduzione del *surplus*, portando l'avanzo commerciale per l'intero anno a circa 70 miliardi di dollari. L'evoluzione degli squilibri nelle partite correnti dei principali paesi industriali ha seguito quella dei saldi commerciali (tav. 2). Per il 1987 il disavanzo corrente degli

Tav. 2

Saldi commerciali e partite correnti

(miliardi di dollari)

AREE E PAESI	Saldi commerciali fob-fob				Saldi correnti			
	1986	1987	I sem. (1)	II sem. (1)	1986	1987	I sem. (1)	II sem. (1)
Totale Paesi OCSE	-6,9	-25,8	-17,6	-34,0	-22,8	-46,0	-36,0	-56,0
di cui: USA	-144,3	-156,3	-156,6	-156,0	-147,3	-156,0	-155,9	-156,0
Giappone	92,8	96,9	101,8	92,0	85,8	86,5	91,0	82,0
CEE	43,0	27,5	32,4	22,6	49,3	40,0	44,3	36,0
di cui: Germania federale	56,4	70,2	68,4	72,0	37,1	44,0	43,0	45,0
Paesi esportatori di fonti di energia	14,4	46,0	—	—	-37,9	-6,0	—	—
Altri paesi in via di sviluppo	-6,3	4,0	—	—	-9,2	6,0	—	—

Fonti: FMI, OCSE.

(1) Dati destagionalizzati e calcolati su base annuale.

Recenti sviluppi economici e commerciali nei principali paesi asiatici a rapida industrializzazione

La quota delle esportazioni dei principali newly industrializing countries (NICs: Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan) dell'Asia si è triplicata passando dal 2 per cento negli anni sessanta a oltre il 6 per cento nel 1987. Il loro avanzo di parte corrente dovrebbe superare i 30 miliardi di dollari nel 1987 contro i 23 registrati nel 1986.

Queste economie emergenti hanno basato la propria crescita, che nel periodo 1976-1986 ha superato in media il 7 per cento annuo, sullo sviluppo delle esportazioni, favorito da rilevanti investimenti in infrastrutture e da sussidi di natura creditizia e fiscale da parte dei rispettivi governi. La Corea del Sud e Taiwan hanno, inoltre, mantenuto restrizioni alle importazioni e ai movimenti di capitale.

La politica del cambio ha avuto una parte centrale nelle loro strategie di sviluppo. Infatti, nella fase di rafforzamento del dollaro, questi paesi hanno lasciato che le proprie valute si deprezzassero nei confronti della valuta americana; particolarmente elevato è stato il deprezzamento delle monete di Hong Kong e della Corea del Sud, rispettivamente del 51 e del 26 per cento tra l'inizio del 1981 e febbraio 1985. Nel periodo successivo il cambio col dollaro è stato, invece, mantenuto pressoché stabile con l'eccezione del dollaro di Taiwan che, tra il marzo 1985 e il dicembre 1987, si è apprezzato del 27 per cento per effetto degli ampi avanzi di parte corrente. In quest'ultimo periodo, di conseguenza, i cambi effettivi nominali delle valute della Corea del Sud, di Hong Kong e di Singapore si sono deprezzati di oltre il 20 per cento, consentendo notevoli guadagni di competitività, mentre nel caso di Taiwan il cambio effettivo nominale si è apprezzato del 12 per cento (fig. 1).

Un'analisi dei saldi commerciali dei quattro paesi secondo le maggiori aree di sbocco (tav. 1) rivela che il loro interscambio rimane fortemente eccedentario verso gli Stati Uniti e verso la CEE, mentre registra disavanzi persistenti nei confronti del Giappone. Il principale mercato di sbocco dei NICs asiatici continua a essere quello statunitense, verso cui si dirige il 37 per cento delle loro esportazioni, costituite prevalentemente da manufatti, mentre questa cifra si commisura al 13 verso la CEE e al 10 verso il Giappone. Le importazioni provengono principalmente dal Giappone (per un 27 per cento circa), dagli USA per il 16 per cento e dalla CEE per l'11.

Nel 1986 il disavanzo commerciale statunitense verso i NICs è stato di 28 miliardi di dollari, pari a circa il 19 per cento del disavanzo totale, mentre il deficit

americano nei confronti del Giappone e della CEE è risultato pari, rispettivamente, al 40 e al 16 per cento del totale. Non sorprende quindi l'attenzione che viene dedicata al ruolo che questi paesi svolgono nell'aggiustamento dello squilibrio della bilancia dei pagamenti americana. Infatti, nonostante le importazioni di questi paesi dagli USA siano cresciute dal 1983 al 1986, la loro quota sul totale delle importazioni dei quattro NICs è rimasta stabile, mentre quella delle importazioni statunitensi da questi paesi è aumentata di un punto percentuale all'anno. In conseguenza di ciò, l'Amministrazione americana ha deciso, nel gennaio di quest'anno, di cancellare questi paesi dalla lista dei 140 PVS per i quali sono previste esenzioni dai dazi sulle esportazioni verso gli Stati Uniti di alcuni loro prodotti. Il provvedimento dovrebbe entrare in vigore nel gennaio del 1989.

Fig. 1

Tassi di cambio effettivi nominali

(indici gennaio 1984 = 100)



Tra i fattori che spiegano il disavanzo strutturale dei NICs verso il Giappone, vi è quello dell'importazione della tecnologia necessaria allo sviluppo dei settori di punta dell'esportazione: componentistica elettronica, macchine elettriche e, nel caso della Corea del Sud, industria automobilistica. Un altro fattore è rappresentato dalle barriere tariffarie e non, che costituiscono l'ostacolo maggiore alla penetrazione nel mercato giapponese. D'altra parte, lo sviluppo di capacità industriali parallele a quelle giapponesi, fa di questi paesi dei pericolosi concorrenti del Giappone sui mercati internazionali, in particolare su quello statunitense.

Dal 1985 si è registrato un forte miglioramento dei saldi correnti della Corea del Sud e di Singapore, in precedenza negativi, e un rafforzamento della posizione attiva delle partite correnti di Taiwan (tav. 1). Ciò ha determinato un aumento delle riserve ufficiali di questi paesi. In particolare, alla fine dell'ottobre scorso lo stock di valute convertibili detenuto da Taiwan ammontava a 70 miliardi di dollari (con un incremento, rispetto al 1986, del 62 per cento su base annua), contro, ad esempio, i 61 miliardi di dollari della Germania federale e i 68 del Giappone. Nella Corea del Sud, invece, l'ampio avanzo delle partite correnti, nel biennio 1986-87, ha consentito una riduzione del debito estero, che alla fine del settembre scorso ammontava a 38 miliardi di dollari, contro i 47 della fine del 1985.

Il persistere, in questi paesi, di ampi avanzi di parte corrente e di tassi di cambio relativamente deprezzati accentua gli squilibri sia a livello internazionale sia a li-

vello monetario interno. Da un lato, esso, infatti, rallenta l'aggiustamento dello squilibrio commerciale degli Stati Uniti. Inoltre, un'eventuale decisione da parte di questi paesi di diversificare le proprie riserve valutarie, detenute soprattutto in dollari, potrebbe aggravare l'attuale instabilità dei mercati valutari. Per quanto riguarda le condizioni monetarie interne, i saldi attivi di bilancia dei pagamenti registrati da Taiwan e dalla Corea del Sud si sono riflessi sull'offerta di moneta (M1), cresciuta in media nel biennio 1986-87, rispettivamente, del 41 e del 14 per cento. Per Singapore, il tasso di crescita di M1 è salito dal 12 per cento nel 1986 al 19 nei dodici mesi terminanti a giugno scorso.

Il rapido incremento degli aggregati monetari in questi paesi potrebbe favorire alla lunga una crescita dell'inflazione, anche se in questi ultimi anni essa si è mantenuta su livelli molto bassi (tav.1) grazie, in modo particolare, alla caduta dei prezzi delle materie prime nel periodo 1984-86.

Tav. 1

Indicatori economici dei principali paesi asiatici a rapida industrializzazione
(miliardi di dollari)

VOCI	Corea del Sud			Hong Kong			Singapore			Taiwan		
	1985	1986	1987 (*)	1985	1986	1987 (*)	1985	1986	1987 (*)	1985	1986	1987 (*)
PIL (a prezzi costanti) (1)	5,4	11,9	11,6	0,6	11,0	14,0	-1,8	1,9	5,8	4,3	9,8	10,9
Inflazione (2)	2,5	2,3	(4) 3,3	3,5	3,2	(4) 5,5	0,5	-1,4	(4) 1,2	-0,2	0,7	(4) 0,3
Saldo Commerciale	0,0	4,2	6,7	0,5	0,1	-2,0	-3,0	-2,3	-2,4	11,2	16,9	24,1
Esportazioni di merci (fob)	26,4	33,9	43,6	30,2	35,4	39,9	21,5	21,3	23,1	30,5	39,5	49,7
verso gli USA	10,0	12,7	15,6	8,4	8,9	8,8	4,3	4,7	5,6	16,0	20,0	24,0
verso il Giappone	4,1	5,3	6,8	0,7	1,1	1,4	1,6	1,6	1,8	3,4	4,7	6,4
verso la CEE	2,6	4,4	6,0	4,0	5,8	6,4	1,8	2,1	2,6	3,1	4,8	7,0
Importazioni di merci (fob)	26,5	29,7	36,9	29,7	35,4	41,9	24,5	23,6	25,5	19,3	22,6	25,6
dagli USA	5,9	6,3	7,6	2,8	3,3	3,6	3,5	3,4	3,8	4,7	5,5	6,2
dal Giappone	7,2	10,5	12,8	6,6	7,2	8,4	3,9	4,6	5,4	5,1	7,9	10,4
dalla CEE	2,1	3,0	3,8	3,5	4,2	5,0	2,7	2,8	3,2	7,8	2,4	3,4
Partite correnti	-0,9	4,6	9,2	1,7	1,6	...	0,0	0,5	0,6	9,2	16,2	19,7
in percentuale del PNL	-1,0	5,0	8,0	5,0	4,3	...	0,0	2,7	...	15,3	22,1	21,8
Riserve ufficiali (3)	2,9	3,4	(5) 3,7	...	...	...	12,8	12,9	(6) 13,6	23,6	47,6	(5) 71,9
di cui: valuta estera	2,8	3,3	(5) 3,5	...	...	...	12,7	12,7	(6) 13,4	22,6	46,3	(5) 70,1

Fonti: FMI, OCSE, The Economist Intelligence Unit, Central Bank of Taiwan.

(1) Variazioni percentuali. — (2) Prezzi al consumo. — (3) Valute estere più oro (valutazione nazionale); per Corea del Sud e Singapore anche DSP e posizione di riserva sul FMI, per Hong Kong dati non disponibili. — (4) Terzo trimestre '87 su terzo trimestre '86. — (5) Fine ottobre. — (6) Fine giugno. — (*) Stime.

Stati Uniti dovrebbe essere delle stesse dimensioni di quello commerciale, per effetto della forte riduzione dell'avanzo nel comparto dei servizi, legata al peso crescente degli interessi passivi sul debito estero, che ha appena compensato il tradizionale disavanzo dei trasferimenti ufficiali. L'attivo di parte corrente giapponese è rimasto simile a quello dell'anno precedente (86 miliardi), mentre quello tedesco è passato a 44 miliardi di dollari (dai 37 del 1986). Negli altri principali paesi della CEE si è al contrario registrato un deterioramento della bilancia delle partite correnti.

Per la prima volta dal 1980, il saldo dei pagamenti correnti dei paesi in via di sviluppo è tornato in equilibrio, grazie all'aumento delle esportazioni (2,3 per cento) e alla contrazione delle importazioni (0,5 per cento), soprattutto nei paesi dell'OPEC (23 per cento). Mentre questi ultimi dovrebbero registrare ancora un lieve disavanzo (7 miliardi di dollari contro 34 nel 1986), quelli in via di sviluppo non esportatori di petrolio dovrebbero passare da un disavanzo di 10 miliardi di dollari nel 1986 a un avanzo di circa 6 nel 1987. Quasi due terzi di tale miglioramento vanno tuttavia attribuiti ai paesi di nuova industrializzazione del Sud-Est Asiatico, il cui attivo di parte corrente ha superato i 30 miliardi di dollari, circa il 13 per cento del loro prodotto lordo (vedi riquadro). Il disavanzo dei paesi maggiormente indebitati è rimasto sui livelli dello scorso anno (oltre 10 miliardi di dollari).

Le politiche economiche e i tassi di cambio dei paesi industriali

Nel corso del 1987 si sono manifestate crescenti difficoltà nel porre in atto manovre concordate di politica economica capaci di ridurre in modo determinante gli squilibri nelle partite correnti dei maggiori paesi industriali. Le politiche fiscali, pur muovendosi nella direzione giusta, non sono state sufficientemente incisive da indurre la necessaria modifica nei tassi di crescita delle principali economie. Per quelle monetarie è risultato sovente difficile conciliare le finalità interne con l'obiettivo di stabilizzare i tassi di cambio, come concordato in occasione dell'Accordo del Louvre del febbraio 1987. L'incertezza sull'in-

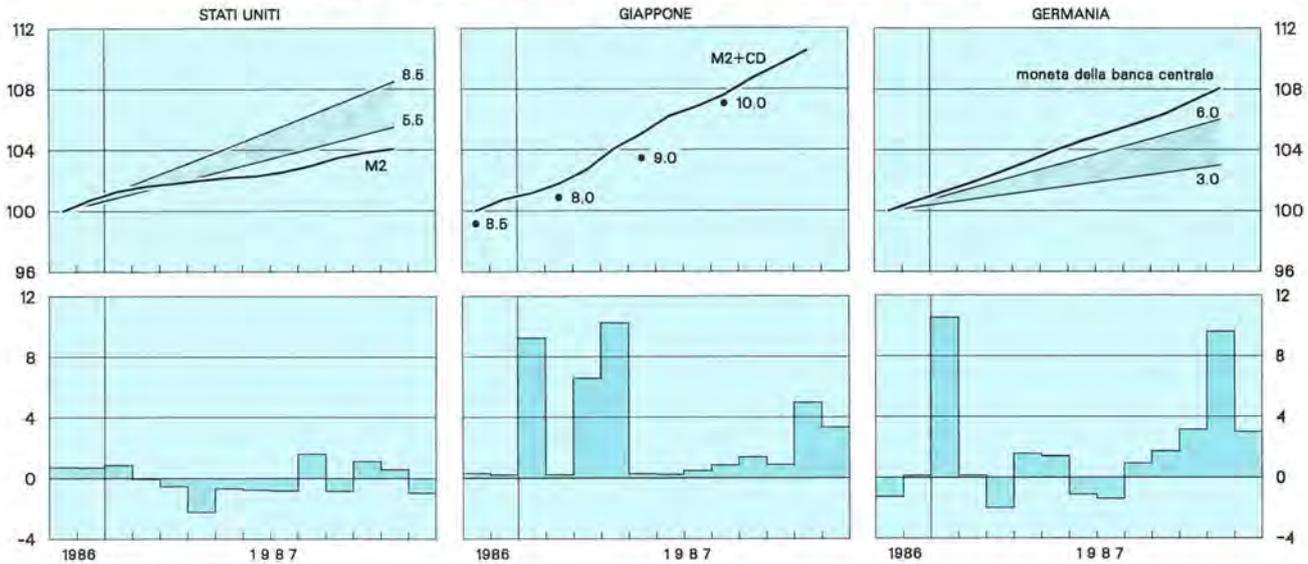
dirizzo delle politiche economiche ha contribuito a generare sfiducia nel successo dell'operazione di coordinamento internazionale e ad accrescere il grado di rischio scontato dai mercati finanziari e dei cambi.

Le politiche fiscali dei tre principali paesi hanno registrato nel 1987 una inversione di tendenza rispetto agli anni precedenti, in senso restrittivo negli Stati Uniti ed espansivo in Giappone e, seppure più moderatamente, in Germania federale, contribuendo, anche se in misura insufficiente, alla stabilizzazione dei cambi. Il disavanzo pubblico americano per l'anno finanziario 1987 è risultato pari a 148 miliardi di dollari, inferiore di oltre 70 miliardi a quello dell'anno precedente. Tuttavia, ciò è dovuto soprattutto agli effetti temporanei della riforma tributaria introdotta lo scorso anno (si veda il Bollettino Economico n. 9). In Giappone l'impostazione è stata espansiva, per l'effetto della manovra di rilancio annunciata nel mese di maggio; nella Germania federale il disavanzo pubblico è stato superiore al previsto, in parte a causa della minor crescita del prodotto lordo.

Le politiche monetarie nell'anno in esame sono state influenzate dalla necessità di sostenere il tasso di cambio del dollaro e dalla instabilità dei mercati finanziari. Nel corso dell'estate l'indirizzo è diventato ovunque lievemente più restrittivo, con una tendenza all'aumento dei tassi di interesse a breve termine. Le preoccupazioni suscitate dallo sconfinamento degli aggregati monetari (fig. 3), provocato dagli ampi interventi effettuati nella prima parte dell'anno, hanno indotto le autorità giapponesi ad introdurre massimali alla crescita degli impieghi e quelle tedesche a far salire i tassi a breve. Negli Stati Uniti i tassi d'interesse sono aumentati in connessione con timori di una ripresa dell'inflazione; nel mese di settembre il tasso di sconto è stato aumentato di mezzo punto. Anche i tassi a lunga sono aumentati, in misura maggiore quelli americani, in seguito all'aspettativa di una flessione del tasso di cambio del dollaro. Dopo una fase di relativa stabilità nella prima parte dell'estate, la valuta statunitense si è deprezzata del 5 per cento nei confronti del marco e dello yen fra la metà di agosto e la fine di settembre, anche in seguito alla diffusione dei dati della bilancia commerciale americana, che indicavano un ampliamento del disavanzo.

Fig. 3

Aggregati monetari e variazioni delle riserve ufficiali (1)



Fonti: BRI, FMI e bollettini nazionali.
 (1) Per gli aggregati monetari: indici IV trim. 1986 = 100; per le riserve: miliardi di dollari.

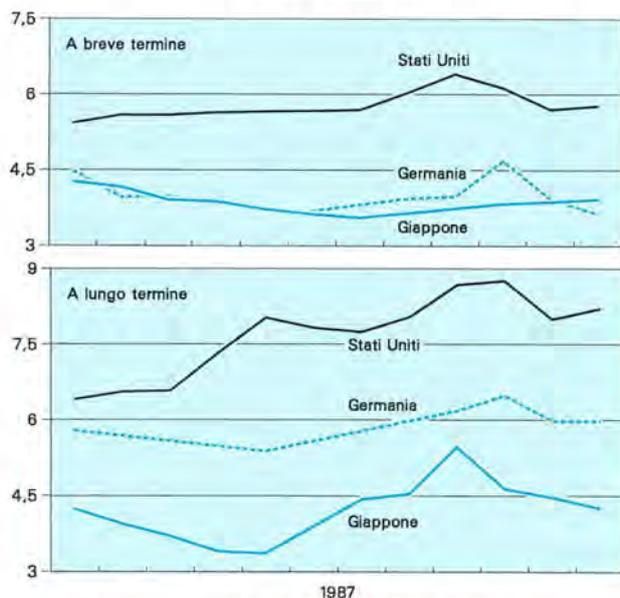
Nei primi giorni di ottobre si è manifestata una nuova tendenza al rialzo dei tassi di interesse (fig. 4): il tasso di riferimento sulle operazioni pronti contro termine della Deutsche Bundesbank è stato aumentato di mezzo punto; i tassi americani sono saliti per il timore che un ulteriore inasprimento delle condizioni monetarie fosse diventato inevitabile per stabilizzare il cambio del dollaro. Ciò ha indotto gli operatori a modificare la valutazione dei rendimenti relativi delle diverse attività finanziarie. In particolare, è sembrata eccessiva la crescita delle quotazioni azionarie avvenuta nei primi nove mesi dell'anno, che aveva creato un ampio divario rispetto ai prezzi delle altre attività finanziarie.

Cospicue vendite di titoli azionari hanno provocato, il 19 ottobre, il crollo delle quotazioni alla Borsa di New York, che si è ripercosso sulle principali piazze mondiali. Le autorità monetarie statunitensi hanno reagito aumentando la liquidità dell'economia e riducendo i tassi d'interesse. Negli altri principali paesi, e soprattutto nella Germania federale, i tassi di interesse sono rimasti inizialmente stabili, determinando una diminuzione del divario con i rendimenti americani. Tale mutamento delle condizioni monetarie relative, e la percezione che la stabilità dei mercati finanziari fosse l'obiettivo prioritario delle autorità

americane, rispetto a quello di stabilizzare il tasso di cambio del dollaro, hanno determinato negli ultimi giorni di ottobre forti pressioni sulla valuta

Fig. 4

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.

La modifica degli aggregati di riferimento per la politica monetaria della Germania federale

Il 21 gennaio scorso le autorità monetarie tedesche hanno fissato una fascia-obiettivo del 3-6 per cento alla crescita dell'offerta di moneta nel 1988. Per la prima volta l'obiettivo è stato stabilito con riferimento all'aggregato M3 (che comprende il circolante, i depositi in conto corrente, i depositi vincolati con scadenza inferiore a quattro anni e i depositi a risparmio), anziché alla moneta della banca centrale (MBC), utilizzata dal 1974.

La MBC comprende il circolante detenuto dal pubblico e le passività delle banche nei confronti dei residenti, ponderate con i coefficienti di riserva obbligatoria fissi ai livelli in vigore nel 1974, che risultano sensibilmente superiori a quelli attuali (cfr. tav. 1); non include le riserve libere delle banche e quelle sui depositi di non residenti. Essa rappresenta pertanto un aggregato

monetario «ponderato» che riflette le scelte di portafoglio degli operatori residenti non bancari.

Per la fissazione dell'obiettivo di espansione annuale della MBC (annunciato per la prima volta nel 1974 per l'anno seguente) la Deutsche Bundesbank si è basata su previsioni della crescita del prodotto potenziale e del tasso di inflazione «inevitabile»; dal 1979 l'obiettivo monetario è stato formulato in termini di una fascia-obiettivo, al fine di aumentare i margini di flessibilità in risposta a mutamenti inattesi dell'attività economica, dei prezzi e dei tassi di cambio.

L'assunzione di M3 come aggregato di riferimento risponde soprattutto all'obiettivo di ridurre, rispetto a MBC, la variabilità dell'aggregato prescelto legata ai mutamenti di preferenze tra le sue componenti. Nel 1986

Tav. 1

Relazioni tra aggregati monetari nella Germania federale

M3					
M2		Depositi vincolati di residenti con scadenza inferiore a 4 anni	Depositi a risparmio di residenti con preavviso a norma di legge	Depositi a risparmio di residenti con preavviso concordato e scadenza inferiore a 4 anni	Depositi di non residenti
M1					
Circolante presso operatori non bancari	Depositi a vista di residenti				
Pesi costanti utilizzati per la costruzione di MBC (*)					
100%	16,6%	12,4%	8,1%	8,1%	—
Coefficienti di riserva obbligatoria effettivi					
—	10,7%	4,95%	4,15%	4,15%	9,0%

(*) Per questo aggregato i pesi per i diversi tipi di depositi sono rappresentati dai coefficienti di riserva obbligatoria in vigore nel gennaio 1974.

americana (fig. 5). Queste sono proseguite col diffondersi dell'impressione che le misure fiscali approvate a novembre dal Congresso non fossero sufficienti a ridurre il disavanzo pubblico. Il dollaro si è deprezzato, fra la seconda metà di ottobre e la fine di dicembre, di oltre il 10 per cento nei confronti delle valute europee e dello yen, nonostante ampi interventi (pari a circa 30 miliardi di dollari nel periodo ottobre-dicembre), princi-

palmente da parte delle banche centrali del Giappone e del Regno Unito.

Il 23 dicembre i 7 principali paesi industriali hanno ribadito in un comunicato l'intenzione di rafforzare il coordinamento delle politiche economiche, al fine di ridurre gli squilibri internazionali e di stabilizzare i tassi di cambio conformemente agli Accordi raggiunti al Louvre. Nell'immediato, ciò non è stato tuttavia sufficiente ad attenuare le

e nel 1987 la MBC ha superato di circa due punti percentuali il margine superiore di espansione previsto (tav.2). In ambedue gli anni tale sconfinamento è stato provocato dallo spostamento delle preferenze degli operatori in favore delle attività più liquide, in conseguenza della riduzione dei tassi d'interesse e dell'inflazione. Particolarmente rilevante è stata infatti la crescita del circolante (pari rispettivamente all'8 e al 9,3 per cento nei due anni) e dei depositi bancari in conto corrente (7 e 9 per cento). Dato il maggiore peso relativo dei depositi in conto corrente e, soprattutto, del circolante nella definizione della MBC (il peso relativo delle singole componenti decresce con il loro grado di liquidità; cfr. tav. 1), quest'ultima ha registrato una crescita sensibilmente più elevata di M3 (cfr. tav. 2). Agli sconfinamenti hanno contribuito anche gli ingenti interventi a sostegno del dollaro.

Nella definizione di M3 non sono stati inseriti i depositi sull'euromercato di residenti tedeschi, soprattutto a causa del notevole ritardo con il quale si rendono disponibili informazioni sul loro andamento. Questi depositi, che anche per effetto della maggiore integrazione dei mercati sono divenuti più immediati sostituti dei depositi interni, hanno registrato una crescita molto rilevante nel corso degli ultimi anni in conseguenza dei più elevati rendimenti offerti sull'euromercato. Rilevanti spostamenti tra questi due tipi di depositi potrebbero costituire un problema per il futuro controllo di M3.

Poiché dal 1975 al 1987 la velocità di circolazione di M3 è diminuita in media dell'1,3 per cento l'anno e poiché l'inflazione dovrebbe accelerare nel corso del 1988, l'obiettivo fissato potrebbe richiedere un orientamento restrittivo della politica monetaria.

Tav. 2

Evoluzione degli aggregati monetari nella Germania federale
(tassi di crescita annui, %)

ANNI	Obiettivo di crescita di MBC (1)	Crescita effettiva			Crescita del PNL potenziale	Inflazione «inevitabile»
		MBC (1)	M3 (2)	PNL nominale		
1975	8,0	10,0	8,6	4,5	..	..
1976	8,0	9,2	8,4	9,4	2,0	4,0
1977	8,0	9,0	11,2	6,5	3,0	3,5
1978	8,0	11,4	11,0	7,7	3,0	3,5
1979	6,0-9,0	6,4	6,0	8,1	3,0	..
1980	5,0-8,0	4,9	6,2	6,3	3,0	4,0
1981	4,0-7,0	3,6	5,0	4,0	2,5	3,5-4,0
1982	4,0-7,0	6,1	7,1	3,4	1,5-2,0	3,5
1983	4,0-7,0	7,0	5,3	5,2	1,5-2,0	3,5
1984	4,0-6,0	4,6	4,7	5,3	2,0	3,0
1985	3,0-5,0	4,5	5,0	4,2	2,0	2,0-2,5
1986	3,5-5,5	7,7	6,6	5,6	2,5	2,0
1987	3,0-6,0	8,0	5,9	4,0	2,5	2,0
1988 (3)	3,0-6,0 (4)				2,0	2,0

Fonti: BRI, OCSE.

(1) 1975: calcolati sulle consistenze di fine anno; 1976-78: calcolati sulle consistenze medie annue; 1979-87: calcolati sulle consistenze medie del quarto trimestre. — (2) Calcolati sulle consistenze di fine anno. — (3) Obiettivi annunciati dalla Bundesbank. — (4) Riferito all'aggregato M3.

pressioni sulla valuta statunitense. Il 4 gennaio il dollaro ha toccato i minimi storici, scendendo su livelli di 1,56 marchi e 120 yen. Solo dopo ampi interventi effettuati dalle banche centrali dei principali paesi, in cui è emerso il ruolo attivo della Riserva federale, il cambio del dollaro è stato stabilizzato e si sono attenuate le attese di deprezzamento. Alla metà di gennaio la valuta americana è risalita intorno a 1,68 marchi e 130 yen; a ciò

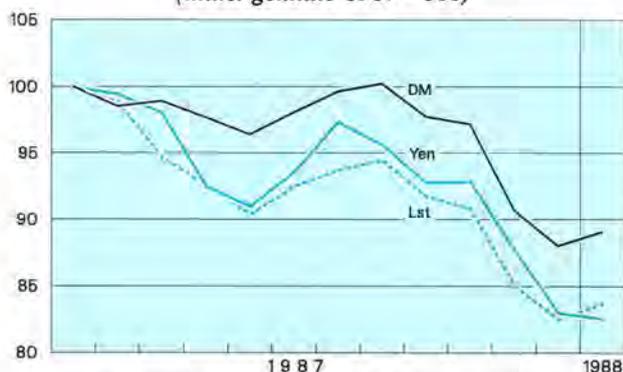
hanno contribuito anche le notizie relative alla riduzione del disavanzo commerciale per il mese di novembre 1987.

Nei giorni successivi al crollo dei mercati azionari, il deprezzamento del dollaro e il più lento calo dei tassi d'interesse tedeschi rispetto a quelli degli altri paesi europei hanno determinato forti tensioni all'interno del Sistema monetario europeo, soprattutto nei confronti del franco francese.

Nonostante ampi interventi, l'entità delle pressioni ha indotto le autorità francesi a lasciar scivolare il franco nella parte inferiore della banda ristretta di fluttuazione (fig. 6). La lira ha accompagnato tale discesa, andandosi a collocare circa mezzo punto percentuale al di sotto di tale banda. Il 5 novembre, la banca centrale tedesca e quella francese hanno annunciato congiuntamente la riduzione di mezzo punto del tasso *Lombard*. La seconda ha anche aumentato di tre quarti di punto il tasso di interesse a breve; ciò ha prodotto una inversione nelle aspettative di cambio degli operatori. L'ulteriore riduzione del tasso di riferimento nella Germania federale e nei Paesi Bassi nella seconda settimana di novembre ha contribuito a riportare la calma sul mercato: il franco francese è risalito verso il centro della fascia di fluttuazione; la lira si è mantenuta lievemente al di sotto del limite inferiore della banda ristretta.

Fig. 5

Tassi di cambio bilaterali del dollaro (1) (indici gennaio 1987 = 100)



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

Nel complesso, lo SME ha resistito in modo soddisfacente alle pressioni speculative provocate soprattutto da sviluppi esterni: dall'ultimo riallineamento del 7 gennaio 1987 alla fine di dicembre il dollaro si è infatti deprezzato di oltre il 17 per cento nei confronti dell'ECU. Hanno contribuito efficacemente alla manovra di stabilizzazione l'uso flessibile e coordinato dei tassi di interesse e di cambio e delle facilitazioni di credito a brevissimo termine previste dalle decisioni prese a Basilea dal Comitato dei Governatori e confermate a Nyborg (vedi Bollettino Economico n. 9).

La stabilità dei rapporti di cambio all'interno del Sistema ha consentito di concordare, il 3 dicembre, una riduzione dei tassi di sconto o di intervento di Germania federale, Francia, Regno Unito, Paesi Bassi e Belgio, con l'obiettivo di contrastare il deprezzamento del tasso di cambio del dollaro. La tendenza al ribasso dei tassi di interesse è proseguita nel gennaio dell'anno in corso, soprattutto in Francia e nei Paesi Bassi, dove il tasso ufficiale, in questo mese, è stato ridotto per due volte consecutive.

Nella Germania federale, dopo due anni di sconfinamento dell'aggregato di riferimento della politica monetaria (moneta della banca centrale), la Bundesbank ha deciso di fissare la fascia obiettivo per il 1988 con riferimento all'aggregato M3 (vedi riquadro).

Nel Regno Unito la Banca d'Inghilterra ha preferito effettuare ingenti interventi per contrastare le pressioni al rialzo sulla sterlina nei confronti delle valute partecipanti agli Accordi di cambio dello SME, piuttosto che ridurre ulteriormente i tassi d'interesse. Ciò ha consentito contemporaneamente di non fare apprezzare il tasso di cambio della sterlina, che avrebbe prodotto effetti negativi sulla competitività dell'industria inglese, e di non abbassare i tassi d'interesse per evitare una eccessiva ripresa della domanda interna e un'accelerazione dell'inflazione.

I mercati finanziari internazionali e il problema del debito estero

Il crollo delle quotazioni azionarie dell'ottobre scorso si è propagato rapidamente nei maggiori paesi industriali per l'effetto della elevata interdipendenza dei mercati finanziari. Negli Stati Uniti (vedi riquadro), lo stretto legame esistente fra mercati a termine e a pronti ha provocato una rapida trasmissione degli impulsi generati da anticipazioni di future variazioni dei prezzi. In pochi giorni si sono registrate diminuzioni delle quotazioni tali da compensare interamente gli aumenti dei primi nove mesi dell'anno: alla fine di ottobre i prezzi sono infatti tornati sui livelli del gennaio precedente. Nelle settimane successive i prezzi si sono stabilizzati e hanno mostrato una lieve tendenza al rialzo. Sui mercati europei, al contrario, le quotazioni hanno continuato a scendere fra gli

Fig. 6

Scarti delle quotazioni di mercato rispetto alle parità dello SME
(percentuali)



ultimi giorni di ottobre e la fine dell'anno, raggiungendo un livello inferiore di oltre il 30 per cento a quello del gennaio 1987.

Nel 1987 l'attività dei mercati finanziari internazionali ha registrato un lieve ridimensionamento (299 miliardi di dollari contro 321 nel 1986; tav. 3). Ciò ha riflesso soprattutto l'aspettativa di aumento dei tassi di interesse, l'elevato grado di incertezza sull'evoluzione dei tassi di cambio, e il più ampio ruolo svolto dalle passività ufficiali nel finanziamento degli squilibri delle partite correnti. Peraltro, la crescente internazionalizzazione degli intermediari finanziari rende sempre meno agevole la distinzione fra le operazioni effettuate sui mercati internazionali e quelle sui mercati nazionali. Risulta pertanto più difficile valutare complessivamente le tendenze in atto nelle relazioni finanziarie internazionali.

Nel secondo semestre dell'anno è proseguita la flessione delle emissioni di obbligazioni, dovuta, oltre che al continuo rallentamento nel comparto a tasso variabile, per effetto della crisi di liquidità in atto dallo scorso anno, al ridimensionamento delle emissioni di titoli a tasso fisso e degli *equity-related bonds* (obbligazioni convertibili o con *warrant*), dove l'attività è stata praticamente nulla dopo il crollo delle borse. Le difficoltà manifestatesi sui mercati obbligazionari hanno determinato un forte incremento dell'intermediazione

Tav. 3

Mercati internazionali dei capitali
(miliardi di dollari)

VOCI	1986	1987	1987		
			I sem.	II sem.	nov.-dic.
Emissioni lorde di obbligazioni (1)	228,1	177,3	100,3	76,9	20,4
di cui: a tasso variabile	51,1	10,7	3,7	7,0	3,6
equity-related	26,9	39,3	17,1	22,2	0,1
Crediti sindacati (2)	63,2	91,9	38,1	53,5	24,9
Back-up facilities (3)	30,0	29,6	11,0	18,6	8,8
Totale finanziamenti lordi	321,4	299,1	149,4	149,7	54,1

Composizione percentuale per paesi prenditori

Area OCSE	89,0	86,5	85,1	87,9	88,8
di cui: USA	19,5	14,8	14,7	14,9	17,8
Paesi OPEC	1,5	0,8	0,8	0,9	2,1
Altri PVS	4,6	7,4	9,3	5,6	4,2
Europa Orientale	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1
Altri	3,7	4,1	3,6	4,5	3,8

Fonti: 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.

Il «rapporto Brady» sulla crisi dei mercati borsistici

La Commissione presidenziale sui meccanismi di mercato (Commissione Brady), insediata negli Stati Uniti nel novembre 1987 per analizzare le determinanti del crollo di borsa dell'ottobre precedente, ha presentato l'8 gennaio scorso il suo rapporto al Presidente Reagan. Secondo il rapporto, la crisi è stata innescata da alcuni eventi esogeni (l'inatteso elevato livello del disavanzo commerciale americano registrato in agosto e alcune proposte di revisione dei benefici fiscali goduti dai titoli associati al finanziamento di programmi di acquisizione), ma è stata poi alimentata da un meccanismo di vendite «automatiche» di titoli da parte di un numero limitato di istituzioni, in particolare quelle che utilizzano metodi di «assicurazione del portafoglio».

Questa tecnica è volta a proteggere il valore del portafoglio dall'effetto di un ribasso generalizzato delle quotazioni; essa prevede che, nel caso ci sia un calo del livello dei corsi azionari superiore ad una data percentuale (generalmente, il 4 per cento), vengano eseguite vendite di contratti a termine su indici rappresentativi di un paniere di titoli (stock-index futures). Si stima che tra 20 e 30 miliardi di dollari in titoli azionari siano stati venduti da istituzioni che seguono programmi di assicurazione di portafoglio nella settimana dal 14 al 20 ottobre. Un'altra tecnica largamente usata sui mercati americani, che ha svolto un ruolo fondamentale nella trasmissione degli impulsi tra il mercato a pronti e quello a termine, consiste nell'arbitraggio automatico sulle differenze di prezzo tra le opzioni e i contratti a termine basati sugli indici e i portafogli di titoli che li compongono. L'impiego di queste tecniche rafforza i legami tra i principali comparti del mercato dei titoli, il mercato delle azioni (New York Stock Exchange - NYSE), quello dei contratti a termine (Chicago Mercantile Exchange - CME, e Chicago Board of Trade) e quello delle opzioni (Chicago Board Options Exchange).

In effetti, il 19 e il 20 ottobre, ai ribassi delle quotazioni azionarie registrati nei giorni precedenti si affiancavano ampie vendite sul mercato a termine: su quest'ultimo le vendite derivanti da assicurazione del portafoglio (4 miliardi di dollari) hanno rappresentato nella sola giornata di lunedì il 40 per cento del totale; di queste, 2,8 miliardi sono state effettuate da tre soli operatori.

Le strategie di assicurazione del portafoglio sono efficaci se la flessione delle quotazioni a termine è graduale e contenuta e se non è superiore alla flessione dei corsi delle azioni. Queste condizioni non si sono tuttavia determinate. Da un lato, la liquidità del mercato a termine si rivelava inferiore a quella ipotizzata dai programmi di assicurazione del portafoglio; dall'altro, l'arbitraggio tra i due mercati non ha sempre potuto operare: infatti i meccanismi di mercato non sono stati in grado di assicurare un aggiustamento ordinato dei prezzi. Sul mercato di New York le contrattazioni di molti titoli si sono aperte in ritardo, o sono state sospese, e il sistema automatico di esecuzione delle transazioni, utilizzato dagli «arbitraggisti» come collegamento col mercato a termine, il Designated Order Turnaround (DOT), ha subito rallentamenti nella giornata di lunedì 19, per poi essere parzialmente chiuso per iniziativa del NYSE stesso in quella di martedì 20. Nella stessa giornata il CME interrompeva le quotazioni per più di un'ora. Il venir meno del legame tra i due mercati facilitava il formarsi di enormi sconti sul mercato a termine rispetto alle corrispondenti azioni sul NYSE (fino a 40 punti dell'indice Standard & Poor's, pari a più del 17 per cento dell'indice stesso), alimentando attese di ulteriori flessioni dei corsi e portando entrambi i mercati vicino a un vero e proprio collasso.

Le difficoltà venivano accentuate da problemi nel sistema di compensazione. Il volume di pagamenti senza precedenti derivanti dal saldo delle transazioni e dalle

bancaria. I prestiti lordi effettuati dalle banche che operano sui mercati internazionali sono aumentati di oltre il 50 per cento; i crediti sindacati, in particolare, sono passati da 63 miliardi di dollari nel 1986 a 92 nel 1987 (tav. 3).

Il problema del debito estero nei paesi in via di sviluppo rimane acuto. Nei quindici paesi fortemente indebitati i principali indicatori finanziari non hanno mostrato segni di miglioramento nel 1987: il debito estero è infatti cresciuto sia in

termini assoluti sia se confrontato col prodotto interno lordo o con le esportazioni di beni e servizi. Col perdurare della crisi, e in assenza di prospettive per una sua prossima soluzione, alcuni di essi hanno difficoltà a mantenere politiche di austerità. Inoltre, ci sono segni di crescenti problemi nelle relazioni finanziarie fra questi paesi e le banche commerciali: queste ultime hanno aumentato notevolmente le dotazioni dei loro fondi-rischi per far fronte all'eventuale mancato rimborso dei loro crediti.

variazioni dei margini di garanzia legate all'andamento dei prezzi (margin calls), provocava forti ritardi nelle compensazioni. Inoltre, la fase di incertezza induceva le banche a ridurre le proprie linee di credito e si accentuavano i pericoli di insolvenza degli operatori. Ciò ha portato la Riserva federale ad annunciare la propria disponibilità a rifinanziare il sistema, al fine di contribuire alla stabilizzazione dei mercati.

Secondo la Commissione, l'esperienza di ottobre ha messo in luce i problemi derivanti dalla mancanza di una struttura istituzionale e di controllo coordinata a livello del sistema finanziario complessivo; l'ordinamento, infatti, non si è evoluto parallelamente alla crescente interdipendenza e globalizzazione dei mercati, e riguarda i singoli comparti (negli Stati Uniti i poteri di regolamentazione e controllo sono attualmente divisi tra Riserva federale, Securities Exchange Commission - SEC, Commodity Futures Trading Commission - CFTC). Il rapporto propone che il potere di coordinamento in merito ad alcuni rilevanti problemi derivanti dall'interazione tra i mercati sia conferito a un solo organismo; la Riserva federale è ritenuta particolarmente adatta a svolgere questo compito, data la sua ampia conoscenza del sistema finanziario nel suo complesso, l'indipendenza da gruppi di pressione, e la sensibilità alle necessità del mercato. La Commissione riconosce tuttavia la possibilità che una simile soluzione generi aspettative di un'estensione del sostegno di ultima istanza della banca centrale all'intero sistema finanziario; ciò potrebbe incentivare una assunzione eccessiva di rischi da parte degli operatori in titoli. Va ricordato che lo stesso Governatore Greenspan, nel corso di un'audizione davanti alla Commissione Bancaria del Senato americano, ha espresso forti riserve sulla prospettiva che alla Riserva federale venga attribuito un tale ruolo, e ha suggerito invece che il coordinamento dell'attività di supervisione sia

assicurato da un organismo congiunto cui partecipino la SEC e la CFTC.

Tra gli aspetti che esigono un maggior coordinamento, il rapporto individua: (i) l'unificazione dei sistemi di compensazione, la cui eccessiva complessità aumenta i rischi di illiquidità e impedisce una percezione chiara della posizione dei partecipanti al mercato; (ii) l'armonizzazione dei margini di garanzia, ora fissati dalla Riserva federale per i contratti a pronti e le opzioni e dalla CFTC per i contratti a termine; attualmente, esiste infatti la possibilità di operare con minori garanzie tramite il mercato a termine, che si traduce in maggiore attività speculativa e maggior rischio finanziario; (iii) l'individuazione di «valvole di sicurezza» (arresto coordinato delle contrattazioni, limiti alle variazioni dei prezzi o al volume delle transazioni) che consentono di evidenziare i problemi di liquidità sul mercato; si rende comunque necessario coordinare questi meccanismi tra i mercati per evitare che essi abbiano effetti controproducenti.

Si può infine ricordare che il 4 febbraio di quest'anno la SEC ha anch'essa presentato il suo rapporto sulla crisi di borsa. Il documento condivide nella sostanza le analisi della Commissione Brady sulla dinamica della crisi, ma giunge a conclusioni in parte diverse in merito alle proposte di regolamentazione; in particolare, la SEC non ha affrontato il problema di un unico organismo che coordini l'attività sui mercati, e non si è dichiarata favorevole a un uso ampio di limiti alle variazioni dei prezzi o di meccanismi di interruzione delle transazioni. La SEC concorda invece sulla necessità di elevare i margini sul mercato a termine; propone inoltre modifiche nel sistema di operatori specializzati sul NYSE, per migliorarne la capacità di attenuare la volatilità delle quotazioni.

Alla luce di queste incertezze, da diverse parti è stata avvertita l'esigenza di dare maggior vigore alla strategia per risolvere il problema del debito. In quest'ambito, lo schema elaborato alla fine dello scorso anno dal Messico in collaborazione con l'Amministrazione americana rappresenta una importante novità, in quanto prevede che il paese possa riacquistare a prezzo scontato una quota del suo debito. Secondo questo schema il Messico offrirebbe alle banche commerciali di

scambiare parte dei loro crediti con obbligazioni a scadenza ventennale e tasso d'interesse pari al LIBOR, maggiorato di uno *spread* dell'1,625 per cento (per un importo totale massimo di 10 miliardi di dollari). Tale scambio verrebbe effettuato seguendo un sistema d'asta fra le banche commerciali, in base al quale verrebbe determinato il prezzo relativo fra i vecchi prestiti bancari e le nuove obbligazioni. Al riguardo si ricorda che lo sconto attualmente prevalente sul mercato secon-

dario per i prestiti al Messico è di circa il 50 per cento. Il rimborso a scadenza delle obbligazioni messicane sarà garantito da un'emissione di *zero coupon bonds* a scadenza ventennale, per un valore facciale di 10 miliardi di dollari, effettuata appositamente dal Tesoro degli Stati Uniti. Il Messico acquisterà tali titoli per circa 2 miliardi.

Al fine di alleviare le difficoltà dei paesi più poveri, in particolare dell'Africa sub-sahariana, e di aumentare il flusso di finanziamenti a loro favore sono state prese diverse importanti iniziative. Alla fine dello scorso anno è stata raggiunta un'intesa in seno al FMI per aumentare le risorse della *Structural Adjustment Facility*. Pur non essendo ancora definiti tutti gli aspetti finanziari

dell'accordo, dovrebbero essere stanziati risorse aggiuntive per circa 6 miliardi di DSP, che verrebbero prestati nel triennio 1988-1990 ai paesi a più basso reddito, a un tasso d'interesse dello 0,5 per cento. I paesi industriali si sono inoltre impegnati, nell'ambito di un'iniziativa promossa dalla Banca mondiale, ad aumentare in modo significativo i co-finanziamenti e i crediti di aiuto in favore dei paesi dell'Africa sub-sahariana. In base agli impegni presi dai paesi donatori in un incontro svoltosi nel dicembre scorso a Parigi, la Banca mondiale prevede che l'ammontare dei prestiti ufficiali a questo gruppo di paesi dovrebbe aumentare nel periodo 1988-1990 di circa 3 miliardi di dollari.

La congiuntura italiana e la bilancia dei pagamenti

Il 1987: risultati generali

Nel 1987 hanno continuato a manifestarsi gli effetti del trasferimento internazionale di redditi originato dal miglioramento delle ragioni di scambio: in base alle informazioni piú recenti la crescita della domanda interna ha subito un'ulteriore accelerazione, salendo a circa il 4,5 per cento, contro il 3,2 per cento nel 1986. Il tasso annuo di crescita del prodotto è rimasto tuttavia invariato in seguito a un peggioramento delle esportazioni nette superiore a quello avvenuto nel 1986: vi hanno concorso un differenziale di crescita della domanda interna rispetto agli altri paesi industriali valutabile in circa l'1 per cento e, per effetto della debolezza del dollaro, il permanere del tasso di cambio reale della lira verso i principali concorrenti poco al di sotto dei valori relativamente elevati raggiunti sul finire dello scorso anno. I migliori risultati dell'interscambio registrati nel secondo semestre in connessione con il rallentamento della domanda interna e con la contemporanea ripresa di quella estera, hanno consentito di contenere in circa 7 mila e 500 miliardi il peggioramento del disavanzo merci nella valutazione cif-fob.

Come era nelle previsioni, l'accelerazione ciclica registrata nella media del 1987 ha riguardato sia i consumi privati, sia gli investimenti fissi lordi. Quanto alla prima componente, l'aumento del tasso di crescita (da 3,2 a oltre 4 per cento) trova fondamento in una maggiore espansione dei redditi reali a disposizione delle famiglie, in particolare nella notevole crescita delle retribuzioni lorde e nel nuovo aumento dei redditi imprenditoriali lordi. E' inoltre presumibile che per il quarto anno consecutivo, stimolati dalla crescita della ricchezza in termini reali e influenzati solo parzialmente dalla crisi finanziaria di ottobre, i consumi siano cresciuti a un tasso lievemente piú elevato di quello del reddito disponibile. Ancora maggiore è stata l'accelerazione degli investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto,

grazie soprattutto alla ripresa dell'accumulazione avvenuta fra la fine del 1986 e l'inizio del 1987, in presenza di una rilevante formazione di fondi interni e di un elevato grado di utilizzo della capacità produttiva.

Il proseguimento dell'espansione produttiva scaturita dalle dinamiche della domanda interna e delle esportazioni nette ha riguardato in misura simile, come già nel 1986, l'industria e il complesso dei servizi destinabili alla vendita, mentre fortemente negativo è stato il contributo del settore agricolo.

Nonostante la sostanziale invarianza del tasso di crescita dell'economia rispetto al precedente biennio, l'occupazione, che nel 1985-86 era cresciuta a un tasso medio dell'1,1 per cento, è rimasta stazionaria. A questo risultato hanno contribuito l'accelerazione dell'esodo agricolo (circa 70 mila addetti in meno rispetto all'anno precedente nella media delle rilevazioni delle forze di lavoro) e la minore elasticità della domanda di lavoro alla produzione nelle attività terziarie, mentre il ridimensionamento dell'occupazione nell'industria si è ulteriormente moderato. Poiché è proseguita la crescita delle forze di lavoro, seppure a ritmi piú modesti dello scorso anno, si è avuto nella media del 1987 un ulteriore incremento del tasso di disoccupazione: da 11,1 a 12,0 per cento (rispettivamente 12,7 e 13,3 per cento al netto della Cassa integrazione).

Il rinnovo degli accordi contrattuali ha contribuito a estendere al lavoro dipendente i benefici del miglioramento delle ragioni di scambio avvenuto nel 1986. Nel settore industriale, tenendo anche conto dell'effetto della ridotta fiscalizzazione degli oneri sociali (valutabile in oltre l'1 per cento), il costo del lavoro per dipendente è cresciuto di circa il 9 per cento. Assai piú elevata è stata la crescita per l'insieme delle Amministrazioni pubbliche (oltre il 12 per cento).

La componente estera del processo disinflazionistico è andata esaurendo sin dall'inizio del-

l'anno, lasciando il posto, per le materie prime non agricole e il petrolio greggio, a una nuova spinta sui prezzi interni. Nel caso degli *inputs* energetici, l'effetto inflazionistico della ripresa del prezzo del petrolio, oltre che dalla svalutazione del dollaro, è stato moderato per effetto delle componenti del prezzo indipendenti dal costo dell'energia: l'imposta di fabbricazione nel caso dei derivati petroliferi, la tariffa nel caso dell'energia elettrica. Nel corso del 1987, la seconda è rimasta stazionaria, la prima è aumentata in misura minore del prezzo netto di imposta. Nonostante ciò, il prezzo del complesso degli *inputs* nazionali ed esteri delle attività di trasformazione industriale, disceso del 2,8 per cento lo scorso anno, è cresciuto nel 1987 attorno al 2 per cento; vi ha contribuito la crescita dei prezzi dei servizi per la produzione rimasta appena al di sotto del 7 per cento.

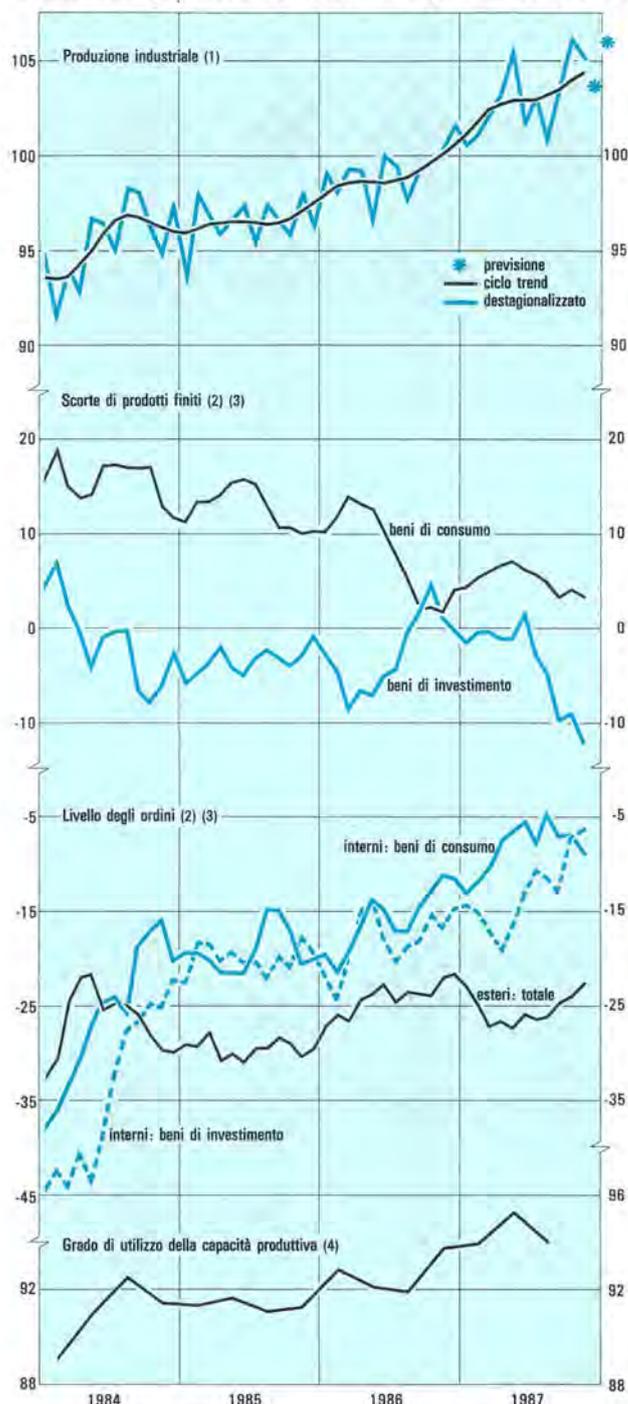
L'inversione di tendenza nella dinamica dei prezzi finali è stata meno accentuata di quella osservata per i prezzi degli *inputs*. Il tasso di crescita dei prezzi di produzione del settore della trasformazione industriale, dimezzatosi dal 6,2 al 3,1 per cento nel corso del 1986, è tornato sul finire del 1987 attorno al 4 per cento. Quello dei prezzi al consumo dei beni e servizi è cresciuto, anch'esso, di un punto durante il 1987, da 4,2 a 5,2 per cento, ma l'incremento si annulla se il tasso di inflazione è calcolato sul paniere dei prodotti al consumo al netto di quelli energetici. In entrambi i casi, la prevalenza delle cause esterne su quelle interne nell'arresto della decelerazione dei prezzi è confermata dal fatto che il fenomeno ha riguardato anche le altre economie industriali: misurato sui prezzi della produzione industriale rispetto ai tredici principali concorrenti, il differenziale di inflazione è salito fra la fine del 1986 e la fine del 1987 da 2,5 a circa 3 per cento; misurato sui prezzi al consumo, esso è sceso (da 3 a 2 per cento) rispetto agli stessi paesi, mentre è lievemente cresciuto (da 1,2 a circa 2 per cento) rispetto al resto dell'area della CEE.

La domanda interna, l'offerta e l'occupazione

L'accelerazione nella crescita dei consumi cominciata nell'ultima parte del 1986 e proseguita nella prima metà del 1987 ha subito un arresto nel terzo trimestre (fig. 7). Le informazioni sugli or-

Fig. 7

Industria: produzione, scorte e capacità utilizzata



(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) Scarto dal normale. — (3) Medie mobili (di tre termini centrate) dei saldi mensili delle risposte degli operatori rilevate con l'indagine Isco-ME dati destagionalizzati a eccezione delle scorte di prodotti finiti. — (4) Calcolato con metodo Wharton; elaborazione B.I.

ordini attesi, sulle aspettative degli operatori e sulle vendite di autoveicoli sul mercato interno sembrano indicare che il ciclo espansivo dei consumi sia proseguito a un tasso meno elevato anche nel quarto trimestre. Oltre che con la minore crescita dei redditi imprenditoriali lordi nella seconda parte dell'anno e con i provvedimenti fiscali di fine estate, questo fenomeno potrebbe spiegarsi con un aumento del grado di incertezza delle famiglie circa le possibilità di crescita dell'economia.

Nella prima parte dell'anno la domanda di macchinari e attrezzature ha proseguito nell'accelerazione registrata negli ultimi mesi del 1986, attivando in misura elevata sia l'offerta interna, sia le importazioni. Nel terzo trimestre quest'ultima componente ha continuato a crescere, mentre la produzione ha subito una notevole caduta; tuttavia le risposte delle imprese produttrici di beni strumentali circa lo scostamento delle proprie giacenze dal livello «normale» (fig. 7) sembrano suggerire che la domanda di beni di investimento non si sia ridotta e che essa sia stata in parte soddisfatta con un decumulo di scorte. Questa interpretazione, secondo cui il lungo ciclo di accumulazione iniziato nel 1983 non avrebbe subito un'inversione nel corso del 1987, pare confermata dalle altre informazioni disponibili: sugli ordini, sulle aspettative degli operatori relative all'ultima parte dello anno e sulla misura della produzione (in ripresa) e delle importazioni nette nei mesi di ottobre e novembre. I programmi produttivi delle imprese del settore dei beni strumentali farebbero escludere l'ipotesi di un arresto della crescita degli investimenti anche per i primi mesi del 1988.

A una stabile espansione del volume di attività nel settore terziario nel corso dell'anno, ha corrisposto nell'industria una decelerazione della crescita nel secondo semestre, superiore a quella manifestatasi nello stesso periodo del 1986: il tasso di incremento dell'indice della produzione industriale destagionalizzato e rettificato è passato su base annua da 5,5 per cento nel primo semestre a circa 3 nel secondo. Si riflettono su questo andamento sia il rallentamento della crescita dei consumi di beni durevoli e semidurevoli, sia il decumulo di scorte di beni strumentali con cui si è fatto fronte alla domanda nel terzo trimestre. Il grado di utilizzo della capacità produttiva è sceso nella seconda parte dell'anno al di sotto del picco ciclico raggiunto nei mesi primaverili; accompa-

gnandosi a una rapida ripresa della domanda mondiale, ciò ha favorito il miglioramento delle esportazioni nette.

Le stime trimestrali basate sui dati dell'Indagine sulle forze di lavoro mostrano che nel complesso della trasformazione industriale si è consolidata la tendenza al rallentamento della flessione dell'occupazione, la quale prosegue quasi senza interruzioni dai mesi centrali del 1980. Più negative sono le informazioni fornite dall'Indagine sulla grande industria riguardante le imprese con oltre 500 addetti: dopo essersi quasi annullato nel corso del 1986, il tasso di riduzione delle ore lavorate è tornato, a partire dai primi mesi del 1987, attorno a un tasso medio annuo di oltre il 2 per cento. L'ipotesi di un nuovo ampliamento del divario fra dinamica dell'occupazione nelle piccole e nelle grandi imprese si accompagna all'altra, che il calo di addetti nella fascia dimensionale maggiore risenta ancora del fenomeno della costituzione delle divisioni aziendali delle imprese più grandi in «piccole» imprese giuridicamente autonome.

L'ulteriore, notevole aumento subito nel corso dell'anno dal tasso ufficiale di disoccupazione (da 11,6 a 12,3 per cento fra l'ottobre del 1986 e l'ottobre del 1987) deve essere valutato tenendo conto della contrazione del numero di occupati-equivalenti collocati in Cassa integrazione guadagni: circa 60 mila in meno nella media dei primi nove mesi del 1987 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (vedi riquadro). La riduzione dell'impiego della Cassa integrazione quale strumento assicurativo di disoccupazione nascosta implica, quando non si risolve nel pensionamento o nel prepensionamento dei dipendenti, la formalizzazione dello stato di disoccupazione o la reintegrazione nel posto di lavoro con la conseguente minore domanda, *ceteris paribus*, di nuove forze di lavoro. Al netto degli occupati-equivalenti in CIG, il tasso di disoccupazione ha subito nello stesso periodo un più modesto aumento, da 12,9 per cento a circa 13,3 per cento.

L'arresto del processo di rientro dell'inflazione

Nella prima parte dell'anno, alla notevole accelerazione dei redditi da lavoro dipendente, solo parzialmente assorbita dalla crescita della produttività, si è accompagnata un'inversione nella dina-

L'evoluzione della Cassa integrazioni guadagni

Il favorevole andamento dell'attività produttiva ha contribuito a determinare nel 1987 una ulteriore flessione del ricorso alla Cig, così proseguendo la tendenza già emersa a partire dal 1985. Nei primi undici mesi dell'anno il totale delle ore concesse, incluse quelle relative alla gestione speciale per l'edilizia, si è ridotto del 18,5 per cento rispetto al corrispondente periodo del 1986.

La riduzione ha interessato tanto l'industria in senso stretto quanto l'edilizia, i due comparti in cui sono quasi totalmente concentrati gli interventi della Cig. In termini di occupati-equivalenti, stimati utilizzando gli orari medi contrattuali in mancanza di informazioni aggiornate sugli orari di fatto nell'industria in senso stretto e nell'edilizia, la contrazione avutasi nel 1987 è stata pari a circa 60 mila unità. Nonostante la riduzione delle ore

integrate, anche il tasso di disoccupazione corretto per la Cig è risultato in aumento rispetto all'anno precedente. L'incremento è però risultato inferiore rispetto a quello del tasso ufficiale (0,6 contro 0,9 punti).

In particolare nell'industria in senso stretto, considerando il numero di occupati dipendenti, derivato dalle indagini sulle forze di lavoro, e depurandolo dell'ammontare dei lavoratori in Cig, il processo di espulsione di manodopera risulta essersi arrestato nel corso del 1985 (fig. 1). Non appare invece esservi una chiara evidenza di tale fenomeno nel comparto dell'edilizia (fig. 2). Nel complesso dell'industria l'ammontare assoluto dei lavoratori in Cig è ora pari al livello del 1981, superiore più del doppio rispetto a quello precedente la fase di intensa ristrutturazione degli anni ottanta. Ciò

Fig. 1

Occupazione dipendente nell'industria in senso stretto
(dati destagionalizzati: migliaia di unità)



Fonte: Elaborazione su dati Istat, indagine sulle forze di lavoro.

Fig. 2

Occupazione dipendente nell'edilizia
(dati destagionalizzati: migliaia di unità)



Fonte: Elaborazione su dati Istat, indagine sulle forze di lavoro.

mica del prezzo degli *inputs* produttivi a causa del ricupero della ragione di scambio fra materie prime e petrolio greggio, da una parte, e manufatti, dall'altra. La pressione inflazionistica proveniente dai mercati internazionali è proseguita nel terzo trimestre. All'ulteriore lieve incremento del prezzo del petrolio greggio, si sono aggiunti l'accelerazione nella crescita delle quotazioni in dollari dei metalli (del 9,7 per cento superiori al trimestre precedente, secondo l'indice elaborato dalla Confindustria) e la ripresa del corso del dollaro (2,4 per cento in più in termini di lire). Nel quarto trimestre, nonostante il notevole incre-

mento delle quotazioni in dollari dei metalli l'accelerazione della crescita del prezzo degli *inputs* dovrebbe essersi moderata: si è avuto, infatti, un rallentamento della crescita dei prezzi in dollari delle altre materie industriali (fibre, pelli, legno) e un calo del prezzo del petrolio greggio, ridisceso nella media del trimestre a 16,9 dollari fob (17,7 dollari cif); ma soprattutto, è tornata a deprezzarsi (del 6 per cento in termini di lire) la valuta americana (fig. 8).

L'esaurirsi delle straordinarie condizioni favorevoli che avevano consentito nel corso del 1986 il proseguimento del processo di rientro dell'in-

conferma come tale fase non possa ancora ritenersi conclusa.

All'interno dell'industria in senso stretto la riduzione del ricorso alla Cig nel 1987 ha riguardato pressoché tutti i settori. È in particolare da segnalare l'andamento delle ore integrate nelle industrie meccaniche, ridottesi nel 1987 di circa il 25 per cento. Si è così confermata la tendenza a un minore ricorso alle integrazioni da parte di tale comparto che, pur rappresentando tuttora il 37 per cento del totale degli interventi, ha visto ridursi sensibilmente la propria quota dal livello massimo del 50 per cento raggiunto nel 1981-82. La diminuzione della Cig ha inoltre interessato in maniera quasi equivalente gli interventi ordinari e straordinari. Dopo il continuo incremento registrato dal 1981 in poi, la quota di questi ultimi sul totale (tav. 1) è rimasta all'incirca sui livelli dell'anno precedente (82 per cento). La preponderanza degli interventi straordinari sul totale di per sé indica la prevalenza degli interventi in imprese con esubero di manodopera per motivi strutturali e non congiunturali. In tali casi la Cig assume il connotato di un sussidio di disoccupazione più che essere uno strumento atto a facilitare il superamento di shocks temporanei per la singola azienda. Una ulteriore riduzione del ricorso alla Cig richiede pertanto, oltre che il riavviarsi del processo di accumulazione a livello generale, la presenza di un'elevata mobilità da parte dei lavoratori interessati, essendo poco plausibile un rientro di tutti i lavoratori in Cig nelle aziende di appartenenza.

Sul piano della ripartizione geografica degli interventi Cig, dopo l'incremento dei primi anni ottanta, la quota del Centro-nord sul totale (tav. 1), si è continuamente ridotta dal 1981 in poi, attestandosi ora intorno

al 68 per cento. L'andamento della quota del Centro-nord e degli interventi ordinari sul totale appaiono paralleli, essendo entrambi maggiormente sensibili al ciclo economico e accrescendosi in generale subito all'inizio di una fase recessiva. Gli interventi nelle regioni meridionali sono invece attribuibili in misura più rilevante a fenomeni di crisi strutturale.

Tav. 1

Interventi della Cassa integrazioni guadagni nell'industria in senso stretto

ANNI	Quota int. straord. sul totale	Quota Centro-nord sul totale
1979	70,8	67,7
1980	55,0	70,4
1981	62,0	80,8
1982	65,3	79,5
1983	66,2	77,9
1984	73,3	75,8
1985	80,9	74,9
1986	82,4	68,8
1987 (*)	81,3	67,6

(*) Periodo gennaio-novembre.

flazione, insieme con il permanere del tasso di crescita dei prezzi degli *inputs* immateriali appena al di sotto del 7 per cento, hanno riportato il costo unitario medio degli *inputs* totali al di sopra del livello dello scorso anno (4,2 per cento in più nel terzo trimestre rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente). L'aggiustamento dei prezzi di produzione a queste spinte inflazionistiche e alla crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è stato solo parziale, avendo le imprese accettato un ridimensionamento dei margini lordi di profitto accresciuti nella precedente fase: il tasso di incremento a dodici mesi dell'indicatore dei

prezzi dell'*output* industriale è risalito attorno al 4 per cento entro la fine dell'anno. All'accelerazione dei prezzi di produzione hanno contribuito in particolare modo quelli dei prodotti esportati: pure conservando un tasso di crescita inferiore alla media, essi hanno positivamente risentito, nel primo semestre, del miglioramento del cambio effettivo nominale verso i principali concorrenti e, nel secondo semestre, della ripresa della domanda mondiale (tav. 4).

Le tensioni inflazionistiche nei mercati all'ingrosso hanno riguardato prevalentemente il comparto dei beni di investimento, nel quale l'elevato

grado di utilizzo della capacità produttiva ha contribuito a riportare il tasso di crescita dei prezzi dal 5 per cento della fine del 1986 al 7,2, e quella dei beni di consumo non-alimentari. L'andamento modesto delle quotazioni internazionali dei prodotti agro-alimentari ha invece moderato la dinamica dei prezzi dei prodotti alimentari (2,7 per cento a fine anno).

Fig. 8



Fonte: Elaborazioni BI su dati Istat.
(1) Includono gli inputs di energia (energia elettrica, derivati petroliferi e del carbone) prodotti dal settore energetico nazionale.

Il tasso di crescita dei prezzi al consumo, dopo essersi fermato nella prima metà dell'anno, ha subito nel secondo semestre un apprezzabile aumento. Esso si è concentrato nei mesi fra luglio e ottobre ed è stato causato in eguale misura dal concorrere di due distinti fenomeni (fig. 9). Da un lato, la ripresa del prezzo del petrolio greggio (in agosto) e le misure di incremento delle imposte di fabbricazione su benzina e gasolio (con effetti in settembre) hanno determinato una notevole accelerazione nella crescita del prezzo dei prodotti energetici. Dall'altro, lo scaricarsi sui prezzi al consumo delle tensioni inflazionistiche maturate nei settori produttivi di beni di consumo non-alimentari, il temporaneo innalzamento delle aliquote IVA su alcuni beni di consumo durevole deliberato nel mese di agosto e il balzo subito dal prezzo dei tabacchi nel mese di ottobre spiegano l'aumento dal 4,9 al 5,5 per cento registrato fra giugno e ottobre dal tasso di crescita del prezzo dei beni non-energetici.

Negli ultimi due mesi dell'anno, alla decelerazione della dinamica congiunturale del prezzo dei beni energetici, si è accompagnata una lieve attenuazione della spinta inflazionistica sugli altri prodotti di consumo. A essa può non essere estranea la reazione degli operatori alla riconferma dell'impegno governativo a non intraprendere azioni tali da influenzare negativamente in modo diretto il tasso di inflazione: ne sarebbe prova la revisione al ribasso delle aspettative di crescita dei prezzi al consumo per la prima parte dell'anno in corso da parte dei produttori rilevata fra la fine di settembre e la fine di dicembre 1987. Nel primo mese del 1988 l'inflazione misurata dalla dinamica a dodici mesi dell'indice relativo alle famiglie di operai e impiegati ha subito un'ulteriore lieve flessione (5,0 contro 5,1 per cento di dicembre).

Tav. 4

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

VOCI	1986	1987		
		I trim.	II trim.	III trim.
Costo del lavoro per unità di prodotto (1)	3,7	4,6	5,5	5,7
Prezzi inputs	-2,8	-2,7	0,5	4,2
Nazionali (2)	-1,1	-0,7	2,9	6,1
Energia	-18,8	-16,8	-4,3	9,1
Servizi	7,2	7,0	6,6	6,6
Esteri (3)	-6,9	-7,1	-4,0	1,6
Metalli e semilavorati ..	-5,4	-6,1	-3,3	2,0
Agro-alimentari	-6,7	-6,8	-8,1	-2,5
Costi unitari variabili	-0,4	0,1	2,4	4,8
Prezzo output: indicatore ..	3,9	3,1	3,5	3,8
Valore medio unitario alla esportazione (4)	-0,8	-0,3	0,9	2,6

Fonte: Istat ed elaborazioni Banca d'Italia su dati Istat; il settore della trasformazione industriale esclude i prodotti energetici (carbone, derivati del petrolio e del carbone, energia elettrica e gas), che compaiono come inputs produttivi intermedi provenienti principalmente dal settore energetico nazionale.

(1) Misurato sul valore aggiunto al costo dei fattori; stime trimestrali Istat. — (2) Prezzi degli inputs agricoli, di energia e di servizi prodotti dall'economia nazionale. — (3) Prezzi degli inputs agro-alimentari, di metalli e semilavorati, di energia e di servizi importati. — (4) Indice Paasche non destagionalizzato.

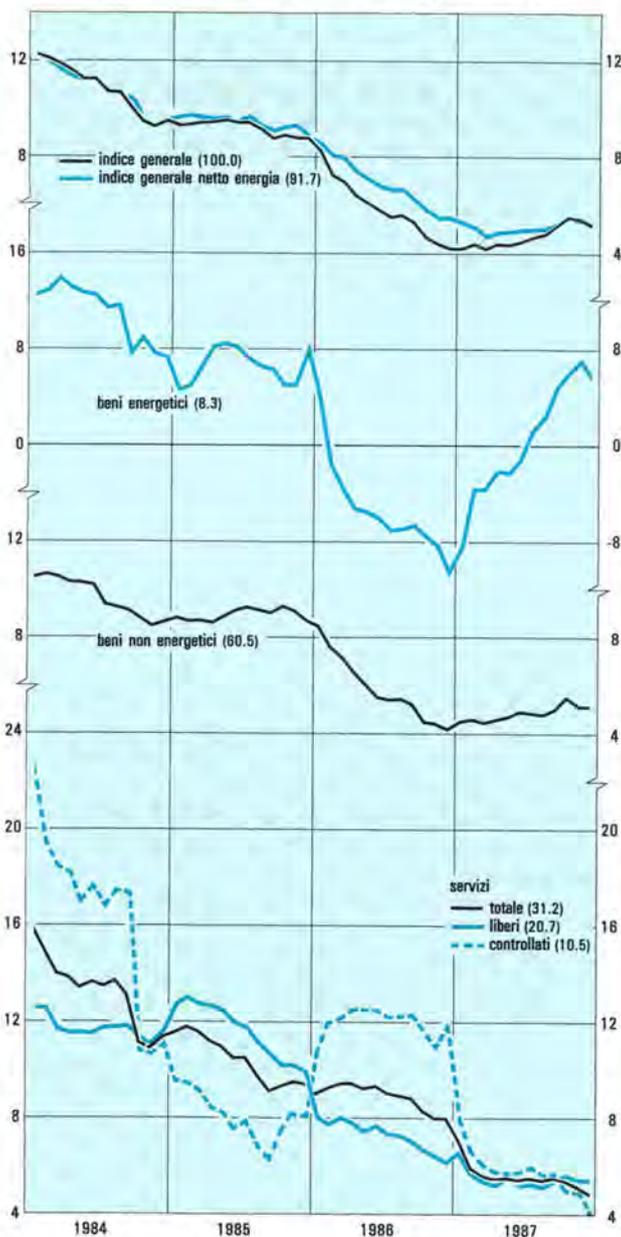
Nel corso dell'anno, l'arresto del processo di rientro dell'inflazione ha coinciso con una conver-

genza dei prezzi delle diverse componenti del paniere dei beni al consumo attorno a un comune tasso di crescita. La lieve accelerazione fatta registrare dal prezzo dei beni non-energetici e la de-

lerazione dei prezzi dei servizi liberi e, ancor piú, (nei primi mesi dell'anno) di quelli controllati hanno portato entro la fine del 1987 i tassi di incremento a dodici mesi di queste componenti attorno a valori molto simili, attorno al 5 per cento.

Fig. 9

Prezzi al consumo
(variazioni % sul periodo corrispondente)



Fonte: Istat ed elaborazioni BI su dati Istat. Fra parentesi viene riportato il peso dei singoli aggregati nell'indice in base 1985.

La bilancia dei pagamenti di parte corrente

Nel 1987, secondo dati provvisori e in parte stimati, le partite correnti della bilancia dei pagamenti si sono chiuse in equilibrio, a fronte dell'avanzo di 3.345 miliardi di lire avutosi nel 1986 (tav. 5). Quest'ultimo, originariamente valutato in circa 6.000 miliardi, appare ora notevolmente ridimensionato alla luce di importanti revisioni metodologiche prevalentemente riguardanti le voci «redditi da capitali» e «altri servizi». La prima revisione ha permesso di distinguere meglio gli esborsi per redditi da investimenti dai disinvestimenti dell'estero, registrando piú correttamente maggiori uscite fra i redditi da capitali e minori esborsi fra i movimenti di capitali. La seconda ha tenuto conto che parte degli aiuti allo sviluppo erogati non per cassa già risultano contabilizzati come esportazioni senza corrispettivo e come agevolazioni finanziarie e pertanto non sono da imputare alla erogazione di servizi all'estero: il minor attivo degli «altri servizi» ha determinato una riduzione dell'importo negativo della voce «errori e omissioni».

Tav. 5

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

VOCI	1986	1987		
		I sem.	II sem. (1)	Anno (1)
Merci (fob-fob)	6.283	-4.063	4.000	—
Viaggi all'estero	10.351	4.411	6.100	10.500
Redditi da capitale	-9.201	-4.576	-4.400	-9.000
Trasferimenti pubblici	-4.360	-1.378	-1.400	-2.800
Altre partite invisibili	272	809	500	1.300
Totale	3.345	-4.797	4.800	—

(1) Dati provvisori e in parte stimati; il totale annuo non coincide con la somma dei semestri a causa degli arrotondamenti.

L'interscambio commerciale, depurato dei noli e delle assicurazioni sulle merci importate, è peggiorato di oltre 6.000 miliardi tra il 1986 e il 1987; il disavanzo relativo ai trasferimenti unilaterali pubblici si è ridotto di 1.600 miliardi, mentre l'interscambio delle altre partite invisibili ha generato un avanzo superiore di 1.000 miliardi a quello dell'anno precedente. Depurato delle componenti stagionali, il saldo corrente ha registrato un disavanzo di oltre 2.000 miliardi nel primo semestre del 1987, quasi interamente concentrato nei mesi primaverili; dopo un sostanziale equilibrio nel terzo trimestre, l'avanzo del quarto trimestre ha consentito di chiudere l'anno in pareggio.

Tav. 6

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

VOCI	1986 1985	1987 1986
Esportazioni		
Valore	- 1,0	3,5
Valore medio unitario (1) ..	- 4,7	0,9
Quantità (1)	3,8	1,3
Importazioni		
Valore	- 11,3	8,5
Valore medio unitario (1) ..	- 17,7	- 1,9
Quantità (1)	7,6	9,0
Domanda globale	3,2	3,9
Capacità utilizzata	1,3	2,3
Domanda mondiale	2,9	5,0
Competitività (2)	2,9	2,2
Ragione di scambio (3)	15,8	2,9

Fonte: Elaborazioni su dati Istat e OCSE
(1) Per il 1987 primi undici mesi. — (2) Prezzi ingrosso: valori positivi indicano perdite. — (3) Valori positivi indicano miglioramenti.

Sulla base delle risultanze doganali rese note dall'ISTAT, nel 1987 le importazioni in valore sono cresciute dell'8,5 per cento; più ridotto è stato l'aumento delle esportazioni pari al 3,5 per cento (tav. 6). Limitatamente ai primi undici mesi

dell'anno, le ragioni di scambio sono migliorate di circa tre punti percentuali rispetto al periodo corrispondente, in conseguenza di un aumento dei valori medi unitari all'esportazione di circa un punto e di una diminuzione dell'1,9 per cento di quelli all'importazione. La caduta di questi ultimi ha prevalentemente riflesso l'apprezzamento della lira nei confronti del dollaro (15 per cento, tra i due periodi a confronto), mentre il valore medio unitario del greggio importato, valutato *cif*, è cresciuto in dollari del 14,6 per cento, oscillando da febbraio in poi tra 18 e 19 dollari a barile. Le quantità di greggio importate si sono contratte del 7 per cento; tale variazione risulta influenzata dagli elevati acquisti petroliferi avvenuti nel secondo semestre del 1986 in una situazione allora caratterizzata da prezzi bassi ma in rapida ascesa. Nel corso del 1987 invece, tenuto conto degli andamenti stagionali, gli acquisti di greggio non hanno presentato fluttuazioni di rilievo.

Le importazioni totali, nei primi undici mesi, sono cresciute in quantità del 9 per cento; le diminuzioni registrate nel comparto petrolifero sono state più che controbilanciate dall'aumento degli acquisti all'estero di materie prime agricole, semilavorati, beni finali di consumo e, soprattutto, di investimento.

Questi ultimi, trainati da una sostenuta dinamica dell'attività di investimento all'interno, sono saliti di oltre il 17 per cento e, in media, hanno ormai raggiunto il 18 per cento del totale delle importazioni non energetiche. L'elevato tasso di crescita delle quantità importate, che raggiunge l'11 per cento non tenendo conto delle variazioni intervenute nel comparto energetico, raffrontato con un aumento della domanda interna del 4 per cento evidenzia, nel 1987, una elasticità degli acquisti all'estero maggiore di quella di medio periodo. A ciò hanno concorso numerosi fattori tra cui gli elevati livelli raggiunti dalla capacità occupata in numerosi settori industriali, le carenze qualitative dell'offerta interna in altri, nonché una diminuzione dei valori medi unitari dei manufatti importati di circa l'1 per cento a fronte di un aumento dei prezzi dell'*output* del 3,5.

Dal lato delle esportazioni la crescita dei valori medi unitari dei manufatti è stata di poco superiore all'1 per cento e le vendite all'estero, che per tutta la prima metà dell'anno, avevano mo-

strato un andamento cedente, successivamente e in particolare nel terzo trimestre, hanno subito una forte accelerazione, più che ricuperando le posizioni perdute e determinando una crescita dei volumi esportati dell'1,3 per cento nei primi undici mesi.

Lo sfasamento ciclico tra domanda interna e domanda estera, che nel primo semestre del 1986 aveva contribuito a determinare una sfavorevole evoluzione dell'interscambio commerciale, si è annullato nella seconda parte dell'anno, in conseguenza del rallentamento della domanda interna e della accelerazione di quella mondiale: sulla base delle stime formulate dall'OCSE, il commercio di manufatti, sostanzialmente stabile nel primo semestre, successivamente è cresciuto a un tasso annualizzato di oltre l'8 per cento.

Anche tenuto conto del mutamento del cambio nominale tra la lira e le principali valute comunitarie avvenuto alla fine di ottobre, si può stimare che, in media, tra il 1986 e il 1987 la competitività delle merci italiane, misurata con riferimento ai prezzi all'ingrosso dei tredici principali paesi concorrenti, sia peggiorata di due punti percentuali, per effetto di un apprezzamento di oltre il 15 per cento del cambio reale con il dollaro e dell'1,3 per cento di quello nei confronti delle va-

lute della CEE. Nel corso del 1987, invece, i deprezzamenti della lira all'interno dello SME, avvenuti in gennaio, maggio e ottobre, hanno più che compensato la sfavorevole dinamica dei prezzi relativi: tra il dicembre del 1986 e il dicembre del 1987 il tasso di cambio effettivo reale della lira si è deprezzato di circa un punto percentuale.

In presenza di un saldo energetico migliorato di circa 1.000 miliardi, il deterioramento dell'interscambio commerciale è interamente ascrivibile alla contrazione dell'avanzo generato dagli altri settori, passato da 16.057 a 7.716 miliardi (tav. 7). L'evoluzione più sfavorevole si è avuta nel comparto dei prodotti metalmeccanici, in quello dei prodotti tessili e in quello dei mezzi di trasporto; i primi due comparti hanno ridotto i loro avanzi che rimangono, tuttavia, molto elevati, mentre l'interscambio di mezzi di trasporto ha dato luogo a un disavanzo di oltre 2.000 miliardi, causato soprattutto dal commercio internazionale di autoveicoli e motori le cui importazioni hanno superato di 4.808 miliardi i corrispondenti flussi di esportazione.

La ripartizione geografica dell'interscambio commerciale, disponibile limitatamente al periodo gennaio-novembre, indica che il peggiora-

Tav. 7

Interscambio commerciale per gruppi merceologici

(miliardi di lire)

VOCI	ESPORTAZIONI (fob)		IMPORTAZIONI (cif)		SALDO	
	1986	1987	1986	1987	1986	1987
Prod. dell'agric., silvic. e pesca	4.198	4.187	12.866	13.187	-8.668	-9.000
Prodotti energetici	4.133	3.722	23.853	22.576	-19.720	-18.854
Minerali ferrosi e non ferrosi	6.863	6.571	13.805	13.961	-6.942	-7.390
Minerali e prodotti non metallici	5.702	6.064	2.507	2.832	3.195	3.232
Prodotti chimici	11.698	12.396	18.477	19.666	-6.779	-7.270
Prodotti metalmeccanici	46.896	49.344	29.237	34.555	17.659	14.789
Mezzi di trasporto	13.200	14.058	13.744	16.447	-544	-2.389
Prodotti alimentari, bevande, tabacco	6.099	6.245	13.804	14.170	-7.705	-7.925
Prodotti tessili, cuoio e abbigliamento	29.764	30.269	9.174	10.789	20.590	19.480
Altri prodotti	16.778	17.593	11.527	13.404	5.251	4.189
Totale	145.331	150.449	148.994	161.587	-3.663	-11.138

Fonte: Istat.

Tav. 8

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

PAESI	ESPORTAZIONI		IMPORTAZIONI		SALDO	
	gennaio-novembre		gennaio-novembre		gennaio-novembre	
	1986	1987	1986	1987	1986	1987
CEE	71.522	76.496	75.610	82.675	-4.088	-6.179
Belgio-Lussemburgo	4.468	4.639	6.342	7.296	-1.874	-2.657
Francia	20.892	22.377	19.874	21.235	1.018	1.142
Germania Federale	24.353	25.527	27.926	30.905	-3.573	-5.378
Paesi Bassi	4.404	4.224	8.048	8.152	-3.644	-3.928
Regno Unito	9.523	10.128	6.920	7.726	2.603	2.402
Irlanda	358	348	550	651	-192	-303
Danimarca	1.282	1.167	1.426	1.532	-144	-365
Grecia	1.947	1.980	1.222	1.473	725	507
Spagna	3.268	4.674	2.904	3.248	364	1.426
Portogallo	1.027	1.432	398	457	629	975
Stati Uniti	14.268	13.155	7.874	7.853	6.394	5.302
Giappone	1.783	2.180	2.902	3.112	-1.119	-932
Canada	1.656	1.586	780	962	876	624
Europa Orientale	3.792	4.051	5.648	5.934	-1.856	-1.883
di cui: URSS	2.108	2.493	3.158	3.290	-1.050	-797
OPEC	8.514	6.815	13.155	12.000	-4.641	-5.185
di cui: Algeria	1.322	907	2.239	2.053	-917	-1.146
Arabia Saudita	1.984	1.715	2.506	1.584	-522	131
Libia	1.293	1.293	2.828	2.744	-1.535	-1.451
Iran	902	596	1.252	1.251	-350	-655
Altri	31.394	31.706	31.017	33.661	377	-1.955
di cui: Cina	1.296	1.241	959	1.200	337	41
Totale ...	132.929	135.989	136.986	146.197	-4.057	-10.208

Fonte: Istat.

mento del saldo complessivo è principalmente riferibile all'Europa e agli Stati Uniti. Sull'aumento del deficit verso la CEE (da 4.088 a 6.179 miliardi) hanno pesato il peggioramento nei confronti della Germania federale, pari a oltre 1.800 miliardi, del Regno Unito, del Belgio-Lussemburgo e dei Paesi Bassi, soltanto in parte compensati dai maggiori attivi verso il Portogallo e, soprattutto, la Spagna (da 364 a 1.426 miliardi); l'avanzo nei confronti degli Stati Uniti si è invece contratto da 6.394 a 5.302 miliardi (tav. 8).

Le partite invisibili della bilancia corrente, tradizionalmente attive, hanno dato luogo a un disavanzo nel 1986 e a un sostanziale equilibrio nel 1987: il tendenziale peggioramento di queste poste è il risultato di elevati tassi di crescita registrati, negli anni più recenti, dai trasferimenti pubblici, dal servizio del debito e dal turismo all'estero. Il disavanzo delle partite invisibili, pari a 2.938 miliardi di lire nel 1986 si è azzerato nel 1987 prevalentemente a causa dei minori trasferimenti pubblici. Quelli nei confronti degli organi-

smi comunitari continuano, tuttavia, a presentare un saldo negativo, anche se più contenuto rispetto all'anno precedente; quelli in favore dei paesi in via di sviluppo sono risultati stabili e pari a 2.300 miliardi di lire, nei primi nove mesi del 1987.

I Redditi da capitale e i Viaggi all'estero hanno determinato saldi di ammontare equivalente a quelli dell'anno precedente. In particolare, le entrate turistiche sono cresciute dell'8,4 per cento; deflazionate della crescita dei prezzi al consumo in Italia pari al 4,6 per cento, esse indicano un incremento della spesa totale a prezzi costanti del 3,6 per cento. L'incremento è la risultante di un aumento delle presenze di circa l'8 per cento e di una contrazione della spesa media unitaria, anche per effetto del minor potere d'acquisto del dollaro. La crescita degli esborsi dei viaggiatori italiani all'estero è stata del 34 per cento; essa è stata assecondata dalle più ampie facilitazioni in tema di assegnazioni di valuta per turismo.

Tenuto conto delle modifiche metodologiche anzi descritte, il disavanzo dei Redditi da capitale ha ormai raggiunto i 9.000 miliardi di lire, a fronte di una posizione patrimoniale netta verso l'estero dell'Italia stimabile in 46.000 miliardi di lire escludendo le riserve auree dalle poste attive. L'elevatezza del disavanzo non solo discende dalla diversa redditività delle attività e delle passività verso l'estero, ma lascia anche supporre che i proventi delle attività non vengano rimpatriati per intero ma prevalentemente reinvestiti oltre frontiera.

I movimenti di capitali e il tasso di cambio della lira

Il 1987 si è chiuso con un incremento delle riserve ufficiali pari a 6.764 miliardi di lire, al netto degli aggiustamenti di cambio e della rivalutazione delle riserve auree; l'aumento è stato interamente determinato da afflussi di capitali: il saldo delle partite correnti si è infatti chiuso in equilibrio (tav. 9). Nel 1986 l'incremento delle riserve ufficiali era stato di ammontare pari a circa la metà ed era stato determinato dall'avanzo corrente.

Gli afflussi di capitale dello scorso anno sono avvenuti prevalentemente attraverso il canale bancario (5.127 miliardi) e si sono concentrati nel

primo e quarto trimestre. All'inizio dell'anno, l'aumento dell'indebitamento bancario sull'estero è stato favorito da una forte domanda di credito e dall'esistenza di un differenziale coperto tra la lira e le principali valute tra i due e i tre punti percentuali; nell'ultimo trimestre dell'anno, dopo l'adozione delle misure di metà settembre, in presenza di un differenziale coperto che ha presentato lievi oscillazioni intorno allo zero, gli afflussi bancari dall'estero sono stati stimolati dall'obbligo di finanziamento in valuta di alcune operazioni commerciali e dai vincoli all'espansione dei crediti in lire.

Tav. 9

Movimenti di capitali (1) (saldi in miliardi di lire)

VOCI	1986	1987 I sem.	1987 II sem.	1987 (2)
Investimenti esteri	1.576	331	-300	—
Investimenti italiani	-7.254	-2.920	-4.100	-7.000
di cui: di portafoglio	-2.835	-1.585	-2.263	-3.848
Prestiti esteri	4.926	5.128	7.088	12.216
Prestiti italiani	-1.825	-1.280	-700	-2.000
Crediti commerciali ed errori e omissioni	-3.733	1.737	-3.350	-1.579
Totale capitali non bancari	-6.310	2.996	-1.362	1.637
Totale capitali bancari . . .	6.454	4.185	942	5.127
.....				
<i>per memoria:</i>				
Variazione riserve ufficiali . .	3.489	2.384	4.380	6.764

(1) I dati per il 1987 sono in parte stimati e non includono le operazioni senza movimento di valuta. — (2) Il totale annuo può non coincidere con la somma dei semestri a causa degli arrotondamenti.

I mesi estivi sono stati caratterizzati da tensioni valutarie di dimensioni considerevoli che si sono protratte fino alla metà di settembre. Dati disaggregati, ora disponibili, sui deflussi valutari avvenuti in quella occasione, sembrano confermare che la componente più volatile delle passività sull'estero è rappresentata dall'indebitamento bancario: nei mesi di luglio e agosto, a fronte di una perdita di riserve ufficiali pari a 6.134 miliardi, la posizione debitoria netta del sistema bancario è diminuita di 5.233 come conseguenza di una diminuzione dei finanziamenti in valuta per 2.968 mi-

La normativa valutaria dopo il 1° ottobre 1988

La legge 599, approvata nel settembre del 1986, aveva delegato il Governo a emanare disposizioni aventi valore di legge intese a riordinare e modificare la legislazione valutaria vigente secondo alcuni principi e criteri direttivi fissati nella legge stessa. La delega in questione è stata attuata con il D.P.R. 454 del settembre del 1987 che entrerà in vigore il 1° ottobre del 1988. Dopo tale data, limiti o divieti di carattere valutario nelle relazioni economiche con l'estero potranno essere introdotti solo temporaneamente, per assicurare la stabilità della lira sul mercato dei cambi o per contrastare effetti dannosi per l'equilibrio della bilancia dei pagamenti (art. 13, 1° comma); in presenza di tensioni valutarie (art. 13, 2° comma); in caso di eccessivo afflusso di capitali (art. 13, 3° comma).

Fanno eccezione a questo principio generale alcune restrizioni che resteranno applicabili anche dopo l'ottobre del 1988 e che, a soli fini espositivi, possono essere raggruppate in base all'operatore la cui attività viene regolamentata.

Il monopolio e la gestione dei cambi potranno comportare per le banche: l'obbligo di pareggiare la posizione in cambi, di mantenere la posizione netta sull'estero nella condizione o nei limiti prescritti, il divieto di aprire linee di credito in valuta o in lire in favore dell'estero e vincoli alle operazioni di negoziazione in cambi, vale a dire di trasformazione di una valuta, compresa la lira, in un'altra a pronti, a termine o con opzione.

In tema di impieghi in valuta sull'interno le banche potranno non più limitarsi al finanziamento delle sole operazioni commerciali con l'estero e ciò coerentemente con l'ampia possibilità concessa agli operatori non bancari di indebitarsi direttamente con l'estero, possibilità oggi limitata da vincoli di tempo e di ammontare.

Per i soggetti non bancari, l'esistenza del monopolio dei cambi comporterà, invece, il divieto di effettuare operazioni in cambi con contropartita estera; il divieto di detenere depositi all'estero, in valuta o in lire; l'obbligo di versare o cedere le valute estere nei termini stabiliti; il divieto di detenere valuta presso il sistema bancario italiano oltre i limiti di durata dei conti valutari.

Il decreto prevede, tuttavia, che potranno essere introdotte deroghe di carattere generale agli obblighi e divieti ora enunciati, in relazione alla attuazione dell'atto unico europeo e alla progressiva integrazione monetaria europea.

In aggiunta ai casi connessi con il monopolio dei cambi e ad altre materie di rilevanza più limitata, quali l'esportazione e il trasferimento di mezzi di pagamento e la canalizzazione delle operazioni valutarie, potranno essere prese misure restrittive, anche al di fuori delle ipotesi previste all'art. 13, in relazione all'offerta di prodotti e servizi finanziari da parte di non residenti. Per quest'ultima fattispecie è demandato al Ministro del commercio con l'estero e al Ministro del tesoro il compito di individuare e disciplinare le categorie di operazioni consentite, i divieti e le eventuali deroghe.

Il processo di revisione della normativa valutaria è proseguito con l'emanazione nel febbraio 1988 dei decreti di attuazione delle disposizioni contenute nel cenno D.P.R. ove, tra l'altro, vengono individuati i prodotti e servizi finanziari per i quali è consentita l'offerta al pubblico da parte di non residenti. L'offerta di prodotti e servizi finanziari diversi da quelli elencati, anche se attuata per il tramite di residenti, rimane soggetta ad autorizzazione.

Sotto il profilo procedurale, il processo di revisione iniziato dalla legge 599 terminerà con l'emanazione di un testo unico delle norme di legge in materia valutaria.

liardi, di una contrazione delle passività nette in lire nei confronti dei non residenti per 1.077 miliardi e di un aumento dei conti in valuta dei residenti per 825. Ingenti pressioni sono derivate anche dalle componenti finanziarie non bancarie: gli operatori esteri hanno disinvestito dal nostro mercato finanziario per 1.922 miliardi; gli investimenti italiani all'estero, diretti e di portafoglio, hanno raggiunto i 2.477 miliardi, mentre le opera-

zioni di *leads and lags*, valutate sulla base del confronto tra i dati doganali dell'interscambio commerciale e i relativi regolamenti valutari, sono state pari a circa 2.000 miliardi.

Nel gennaio del 1988, dopo che già dalla fine di settembre erano rientrate le tensioni speculative e dopo un ingente afflusso di riserve avvenuto nel trimestre finale del 1987, venivano revocati i provvedimenti valutari di settembre, in anticipo

rispetto alla scadenza originariamente fissata alla fine di marzo del 1988.

Nel complesso del 1987 i movimenti di capitale non bancari, inclusivi delle partite viaggianti, hanno dato luogo a entrate nette per 1.637 miliardi di lire a fronte di un disavanzo di oltre 6.000 miliardi nel 1986. Gli investimenti dell'estero in Italia sono stati di importo pari ai relativi disinvestimenti; quelli italiani all'estero hanno dato luogo a uscite nette per 7.000 miliardi di lire, importo di poco inferiore a quello registrato nel 1986. I deflussi connessi con l'acquisto di titoli esteri sono stati pari, al netto delle vendite, a oltre 3.800 miliardi, 1.000 miliardi in più rispetto all'anno precedente; essi si sono concentrati nei mesi estivi mentre le forti vendite avvenute in ottobre e novembre hanno determinato disinvestimenti netti per circa 50 miliardi nell'ultimo trimestre dell'anno.

La maggioranza delle operazioni di investimento finanziario all'estero sono da collegare alla attività dei fondi comuni di diritto italiano, il cui portafoglio in valuta è aumentato di 3.430 miliardi di lire fino a settembre; gli acquisti si sono indirizzati anche ai titoli in valuta emessi dal Tesoro sui mercati esteri nonché a titoli in eurolire. Successivamente l'ammontare dei titoli in valuta detenuti dai fondi è calato a causa del deprezzamento del dollaro e della caduta dei corsi azionari sulle borse estere.

I prestiti contratti da operatori italiani sui mercati internazionali hanno generato entrate nette per oltre 12.000 miliardi di lire nonostante che siano state rimborsate rate di ammortamento di prestiti contratti in anni precedenti per oltre 14.000 miliardi di lire. E' sensibilmente cresciuto l'indebitamento in valuta da parte del Tesoro: nel 1987 sono stati emessi prestiti sui mercati obbligazionari internazionali per circa 5.000 miliardi di lire; i debiti esteri della Repubblica hanno così superato i 10 miliardi di dollari. Tali operazioni si inquadrano nella strategia di diversificazione del

debito pubblico che, da una parte, mira a contenere l'onere del debito stesso e, dall'altra, tende a compensare, all'occorrenza, i deflussi di valuta derivanti dal processo di diversificazione per valuta delle attività finanziarie dei residenti.

Alla fine dell'anno, si può stimare che il totale dell'indebitamento a medio e a lungo termine del Paese abbia superato i 90.000 miliardi di lire di cui il 65 per cento circa è assistito dalla garanzia statale per il rimborso del debito e/o per i rischi di cambio; tra le valute di denominazione del debito è cresciuto il peso dell'ECU che, superando il 20 per cento, si situa dopo il dollaro (25 per cento) e prima del marco (14 per cento).

Tra l'inizio e la fine del 1987 il tasso di cambio effettivo della lira, calcolato con riferimento alle valute di conto valutario, è rimasto sostanzialmente stabile. Il considerevole apprezzamento della lira nei confronti del dollaro avvenuto in prevalenza nel secondo semestre è stato controbilanciato dai deprezzamenti nei confronti delle valute della CEE. I mutamenti dei tassi di cambio di mercato della valuta italiana rispetto a quelle europee si sono concentrati nei primi giorni di gennaio, quando le quotazioni di mercato hanno anticipato le successive modifiche delle parità centrali dello SME; in maggio, per favorire l'avvio del processo di liberalizzazione valutaria; alla fine di ottobre in concomitanza con il deprezzamento del franco francese. Alla fine di dicembre, la lira era situata al di sotto del margine inferiore della banda ristretta di oscillazione nello SME, risultando deprezzata di oltre due punti percentuali rispetto alle parità centrali con il marco e il fiorino.

Nel mese di gennaio e nella prima metà di febbraio del 1988, in presenza di un generale rafforzamento del dollaro su tutti i principali mercati valutari, la lira si è deprezzata di circa il 7 per cento nei confronti della valuta statunitense mentre è rimasta sostanzialmente stabile nei confronti delle valute della CEE.

La finanza pubblica

Nel 1987, il fabbisogno di fondi del settore statale, al netto delle regolazioni di debiti pregressi, è risultato pari a 113.491 miliardi, a fronte di 109.557 miliardi nel 1986 (tav. 10). Il fabbisogno ha superato sia l'obiettivo (di 100.000 miliardi) originariamente enunciato nella Relazione previsionale e programmatica, sia i dati di preconsuntivo formulati nel corso dell'anno, nonostante le maggiori entrate (oltre 3.000 miliardi) derivanti dalla manovra restrittiva varata alla fine dell'estate. In rapporto al prodotto interno lordo, le esigenze finanziarie del settore statale sono tuttavia diminuite rispetto al 1986, passando dal 12,2 all'11,7 per cento. Tale riduzione è quasi intera-

mente dovuta alla modesta crescita in termini nominali della spesa per interessi: al netto di queste uscite, l'incidenza del fabbisogno rispetto al prodotto interno è rimasta pressoché immutata.

Il divario tra l'andamento effettivo del fabbisogno e gli obiettivi è dipeso dal rilevante aumento delle spese, che ha superato la pur favorevole espansione delle entrate: in particolare, la crescita delle erogazioni correnti al netto degli interessi, sospinta dagli effetti del rinnovo dei contratti del pubblico impiego, è stata largamente superiore al valore programmato, oltrepassando di circa 4,5 punti percentuali il tasso d'inflazione.

Tav. 10

Saldi di finanza pubblica (miliardi di lire)

VOCI	1986			1987		
	I Sem.	II Sem.	Anno	I Sem.	II Sem.	Anno
Settore statale:						
Fabbisogno al netto delle regolazioni di debiti pregressi	45.920	63.637	109.557	46.679	66.812	113.491
in % del PIL			(12,2)			(11,7)
Regolazioni in contanti	415	191	606	72	60	132
Regolazioni in titoli	—	—	—	—	421	421
Fabbisogno complessivo	46.335	63.828	110.163	46.751	67.293	114.044
in % del PIL			(12,3)			(11,7)
Settore pubblico:						
Fabbisogno al netto delle regolazioni di debiti pregressi	44.934	64.861	109.795	47.600	65.847	113.447
in % del PIL			(12,3)			(11,7)
Regolazioni in contanti	415	191	606	72	60	132
Regolazioni in titoli	—	—	—	—	421	421
Fabbisogno complessivo	45.349	65.052	110.401	47.672	66.328	114.000
in % del PIL			(12,3)			(11,7)

L'incidenza delle entrate complessive sul prodotto interno lordo è cresciuta di mezzo punto percentuale, principalmente per effetto della citata manovra di agosto; l'aumento di quasi un punto della pressione fiscale è stato infatti in parte compensato dalla flessione del gettito del condono edilizio.

Sull'innalzamento della pressione fiscale ha inciso, oltre che la ricordata manovra di agosto, il pieno esplicarsi degli effetti dei provvedimenti di aumento del prelievo disposti negli anni precedenti. Tra questi, vanno ricordati il graduale inasprimento della tassazione dei prodotti petroliferi avviato nell'aprile del 1986 in occasione del calo del prezzo del petrolio, la modifica della normativa riguardante il trattamento fiscale dei titoli di Stato e la riforma della fiscalizzazione degli oneri sociali.

La manovra avviata alla fine di agosto con il D.L. n. 348 (e dettagliatamente descritta nel Bollettino Economico n. 9) era tesa a contrastare le pressioni sulla lira attraverso il controllo della domanda interna, in parte alimentata dall'andamento crescente del deficit pubblico. Essa si è concretata nell'aumento della misura degli acconti per l'Irpeg, per l'Ilor relativa alle persone giuridiche e per l'imposta sostitutiva, nell'istituzione di una addizionale temporanea sull'IVA e nell'aumento di alcune imposte indirette.

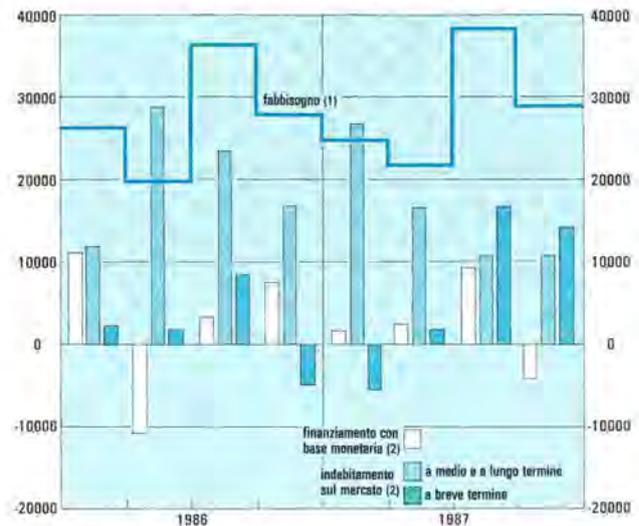
Sulla base delle stime relative alla Pubblica amministrazione, l'indebitamento netto fra il 1986 e il 1987 è passato da 100.067 a 102.600 miliardi: l'incremento è inferiore a quello del fabbisogno del settore statale, sul quale ha influito negativamente la diminuzione degli effetti dei provvedimenti attuati nel 1986 al fine di contrarre le erogazioni nette di natura finanziaria (non incluse nel conto economico della Pubblica amministrazione) attraverso una riduzione delle disponibilità liquide detenute da alcuni enti decentrati presso il sistema creditizio.

Nel corso del 1987 il fabbisogno ha avuto un andamento nettamente differenziato (fig. 10): alla sostanziale stazionarietà del primo semestre, rispetto al medesimo periodo del 1986, si è contrapposta un'accelerazione nella seconda parte dell'anno. Il contenimento del fabbisogno nei primi due trimestri è stato determinato dalla rilevante crescita delle entrate tributarie, sospinte dai ricor-

dati aumenti delle imposte di fabbricazione sui prodotti petroliferi, che non avevano ancora pienamente esplicitato i loro effetti nel primo semestre del 1986.

Fig. 10

Fabbisogno del settore statale e sue forme di copertura



(1) Al lordo delle regolazioni di debiti pregressi. — (2) Esclusa la raccolta postale.

L'incremento delle occorrenze finanziarie nel secondo semestre è stato indotto dalla accelerazione dei trasferimenti agli enti previdenziali (resi necessari per finanziare gli aumenti di alcuni trattamenti pensionistici e delle rendite INAIL), dalla erogazione da parte della Cassa DD.PP. di mutui per l'acquisto della prima casa e dalla accelerazione delle emissioni di BOT, i cui interessi sono contabilizzati anticipatamente. La prosecuzione della tendenza espansiva del fabbisogno è stata limitata, nell'ultima parte dell'anno, dagli effetti della manovra restrittiva avviata alla fine di agosto.

Il reperimento di fondi è avvenuto per l'88 per cento circa attraverso finanziamenti sul mercato interno: rispetto al 1986, è aumentata considerevolmente la collocazione di BOT sul mercato, passata dall'8 al 26 per cento circa del fabbisogno. Il ricorso alla Banca centrale è invece diminuito, in seguito all'incremento del finanziamento del Tesoro all'estero, passato da 856 miliardi nel 1986 (pari a meno dell'1 per cento del fabbisogno) a 5.888 miliardi (pari a circa il 5 per cento).

L'andamento delle principali poste dei conti pubblici

Sulla base dei dati provvisori, le entrate e le uscite complessive della Pubblica amministrazione sono cresciute rispettivamente del 9,8 e dell'8,2 per cento (tav. 11). Tra le erogazioni, come già accennato, l'andamento più dinamico è stato registrato dai redditi da lavoro dipendente, cresciuti del 12,4 per cento. Circa la metà di questa variazione è ascrivibile agli effetti del rinnovo dei contratti di lavoro per il triennio 1986-88, che ha interessato larga parte dei dipendenti pubblici e che ha comportato anche il pagamento della quota (pari a circa il 30 per cento) degli aumenti contrattuali di pertinenza del 1986. Elevata è stata inoltre la crescita dei consumi intermedi (9,1 per cento) e dei contributi alla produzione (11,3 per cento), su cui hanno influito rispettivamente le spese connesse con lo svolgimento delle elezioni politiche e dei referendum, e il finanziamento dei disavanzi delle Poste e delle Ferrovie, aziende per le quali non sono stati disposti nel corso dell'anno adeguamenti tariffari.

Sulle prestazioni sociali, cresciute dell'8 per cento, hanno influito in senso espansivo i miglioramenti dei trattamenti pensionistici connessi con la rivalutazione delle cosiddette «pensioni d'annata» e con la progressiva corresponsione degli altri benefici previsti dai provvedimenti del 1985, e l'abolizione dei «tickets» su alcune prestazioni sanitarie (i proventi dei «tickets», com'è noto, vengono contabilizzati in riduzione della relativa spesa). Nella seconda parte dell'anno, le erogazioni sono state accresciute dal pagamento, a titolo di arretrato, di importi relativi all'integrazione delle pensioni al livello minimo anche nel caso di cumulo di più trattamenti, in applicazione di una sentenza della Corte costituzionale. Effetti espansivi hanno inoltre esercitato la rivalutazione biennale delle rendite INAIL (a decorrere dal mese di luglio le prestazioni relative agli anni precedenti al 1985 sono aumentate del 18 per cento circa, rispetto al 6 per cento circa di quelle relative al 1985) e l'aumento dei limiti di reddito stabiliti per fruire degli assegni familiari. Circa quest'ultimo punto, rilevanti sono state, in particolare, le rivalutazioni (pari a circa il 70 per cento) dei limiti relativi agli assegni per il primo figlio e per i genitori a carico. In senso restrittivo hanno invece agito la predeterminazione degli aumenti

automatici delle pensioni sulla base del tasso programmato d'inflazione (pari al 4 per cento) e la flessione delle erogazioni della Cassa integrazione guadagni connessa col favorevole andamento del ciclo economico.

Tav. 11

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

VOCI	1986	1987	1986 1985	1987 1986
USCITE				
Redditi da lavoro dipendente	104.068	117.000	9,3	12,4
Consumi intermedi	42.164	46.000	9,8	9,1
Prestazioni sociali	153.447	165.700	10,2	8,0
Contributi alla produzione	26.405	29.400	24,6	11,3
Interessi passivi	75.685	76.500	15,7	1,1
Altre uscite	12.387	13.700	11,1	10,6
Totale uscite correnti	414.156	448.300	11,7	8,2
In % del PIL	46,3	46,1		
Investimenti	29.955	32.000	1,4	6,8
Contributi a investimenti	15.915	17.500	21,2	10,0
Altre spese in c/capitale	669	800	-87,1	19,6
Totale uscite in c/capitale	46.539	50.300	-2,8	8,1
Totale generale uscite	460.695	498.600	10,1	8,2
In % del PIL	51,5	51,3		
ENTRATE				
Imposte dirette	116.051	133.000	9,4	14,6
Imposte indirette	81.961	91.000	12,5	11,0
Condono edilizio	4.223	1.140	-	-73,0
Contributi sociali	124.764	135.000	13,0	8,2
Altre entrate correnti	31.036	33.060	12,3	6,5
Totale entrate correnti	358.035	393.200	12,9	9,8
Entrate in c/capitale	2.593	2.800	-1,4	8,0
Totale generale entrate	360.628	396.000	12,8	9,8
In % del PIL	40,3	40,8		
Indebitamento netto	100.067	102.600	1,4	2,5
In % del PIL	11,2	10,6		
Indebitamento al netto degli interessi	24.382	26.100	-26,7	7,0
In % del PIL	2,7	2,7		

Fonte: ISCO.

Modesta è risultata la crescita della spesa per interessi (1,1 per cento), sulla quale si è riflesso il calo dei tassi avvenuto nel corso del 1986 e all'inizio del 1987, che ha compensato quasi completamente gli effetti derivanti dall'aumento del debito pubblico e del maggior finanziamento del fabbisogno mediante emissioni di BOT, i cui interessi vengono contabilizzati all'atto dell'emissione. La flessione dei tassi ha prodotto effetti maggiormente rilevanti sui titoli a medio e a lungo termine per i quali, invece, gli interessi sono contabilizzati al momento del pagamento delle cedole.

Sull'incremento delle entrate della Pubblica amministrazione ha positivamente influito l'evoluzione di quelle tributarie: gli incassi effettuati a tale titolo dallo Stato hanno infatti raggiunto i 230.500 miliardi (al netto degli aggi esattoriali e delle regolazioni contabili con le regioni, ma comprendendo le risorse proprie della CEE e i rimborsi IVA), con una crescita dell'11,2 per cento. Se si tiene conto degli sfasamenti di alcune entrate di pertinenza del 1985, ma contabilizzate nel 1986, il tasso di crescita si eleva al 12,4 per cento.

Sull'andamento dell'Irpef, cresciuta dell'11,1 per cento, hanno influito positivamente le ritenute sui redditi da lavoro dipendente, che nell'anno precedente avevano beneficiato degli sgravi connessi con la ristrutturazione del tributo: l'aumento delle ritenute, pari al 15,5 per cento, è dovuto alla dinamica degli imponibili, sospinta dai rinnovi contrattuali (che hanno comportato anche il pagamento di arretrati), e all'operare del drenaggio fiscale. A tale andamento si è contrapposta la flessione dei versamenti a saldo (scesi del 10,6 per cento) riguardanti i redditi diversi da quelli da lavoro dipendente prodotti nel 1986, su cui si sono riflessi quest'anno gli sgravi connessi con la menzionata ristrutturazione dell'imposta. La modesta crescita del tributo complessivamente dovuto su tali redditi si è riflessa in un analogo andamento (2,6 per cento in più) dei versamenti d'acconto.

L'Ilor autoliquidata dalle persone fisiche è cresciuta del 16 per cento circa: l'incremento degli imponibili, in parte indotto dalla revisione dei coefficienti di rivalutazione dei redditi catastali e, per i redditi derivanti dall'esercizio d'impresa, dall'inasprimento del trattamento fiscale degli interessi sui titoli di Stato (attuato dapprima con le note restrizioni sulla deducibilità di alcuni costi e

quindi con la tassazione diretta degli interessi di tali titoli), ha prodotto un incremento del 12 per cento dei versamenti a saldo e un aumento ancora più rilevante dei versamenti d'acconto, cresciuti del 18,4 per cento.

Le imposte dirette pagate dalle persone giuridiche (Irpeg e Ilor) sono cresciute del 25,7 per cento: il miglioramento delle condizioni di profitabilità avvenuto nel corso del 1986 e confermato dalla rilevante crescita delle ritenute sugli utili distribuiti (pari a quasi il 35 per cento), unito al citato innalzamento della tassazione dei frutti dei titoli di Stato, ha avuto effetti positivi sui versamenti per autotassazione, che sono cresciuti del 24 per cento circa per entrambi i tributi. Tale crescita, unita all'innalzamento dal 92 al 98 per cento della misura dell'acconto, ha determinato un incremento di oltre il 26 per cento dei relativi versamenti.

L'aumento, dal 90 al 100 per cento, della misura dei versamenti d'acconto dell'imposta sostitutiva sugli interessi dei depositi bancari non è invece stato sufficiente a compensare gli effetti della flessione dei tassi d'interesse avvenuta nel corso del 1986: di conseguenza, nel 1987 il gettito è sceso del 14 per cento rispetto all'anno precedente. La riduzione è stata compensata dal graduale assoggettamento dei titoli di Stato a tale imposta: la ritenuta del 6,25 per cento, innalzata al 12,50 per cento a decorrere dal mese di settembre, ha infatti fornito oltre 1.800 miliardi, rispetto ai circa 320 miliardi dell'anno precedente: il gettito complessivo dell'imposta sostitutiva è rimasto quindi pressoché stazionario.

Il gettito delle imposte indirette è cresciuto del 10,4 per cento: tale andamento è il risultato di un rilevante aumento dell'IVA e delle imposte di fabbricazione sugli oli minerali, cui si è contrapposta la stagnazione delle restanti imposte specifiche. Sulla base dei dati relativi agli accertamenti, pubblicati dal Ministero delle finanze, l'IVA è cresciuta del 18 per cento nei primi undici mesi dell'anno. Se si tiene conto del tributo accertato in dogana e non riscosso (relativo alle operazioni che beneficiano delle agevolazioni in favore degli esportatori), dei rimborsi d'imposta e della quota del tributo devoluta alla CEE, il gettito lordo dell'IVA è cresciuto del 12,3 per cento: tale tasso è nondimeno superiore all'andamento delle variabili macroeconomiche di riferimento, in parte per

effetto della temporanea maggiorazione dell'aliquota su alcuni beni di consumo durevole, avvenuta alla fine del mese di agosto. Il tributo accertato in dogana è cresciuto a un tasso (8,9 per cento) superiore di oltre un punto all'evoluzione delle importazioni: alla maggiore crescita ha contribuito la mutata composizione delle merci, che si è spostata verso i beni finali. L'imposta sugli scambi interni è aumentata del 14,8 per cento: la rilevante crescita, superiore a quella dei consumi interni, ha risentito della flessione del valore delle importazioni avvenuta nel 1986, dato lo sfasamento tra l'introito del tributo gravante sulle vendite finali e quello riscosso in dogana a titolo d'acconto.

Tra le restanti imposte sugli affari, notevole è stato l'incremento dell'imposta di registro (25 per cento circa) su cui hanno influito la riduzione della misura delle agevolazioni connesse con l'acquisto della prima casa e le nuove disposizioni in materia di accertamenti (contenute nel testo unico entrato in vigore il 1° luglio 1986), che hanno ridotto il contenzioso. Negli ultimi mesi, inoltre, il gettito dell'imposta di bollo ha subito un'accelerazione per effetto degli aumenti disposti con il D.L. 24 settembre n. 391.

Nel corso del 1987 il gettito delle imposte di fabbricazione sugli oli minerali è salito del 13,5 per cento. L'aliquota media dell'imposta di fabbricazione gravante sui prodotti petroliferi ha continuato a crescere per effetto degli aumenti attuati nel corso del 1986 al fine di compensare la flessione del prezzo del petrolio e, nel 1987, nell'ambito della manovra restrittiva di fine anno: per tali motivi, l'aliquota dell'imposta sulla benzina è aumentata, rispetto all'anno precedente, del 3,9 per cento, mentre quella sul gasolio è salita del 30,2 per cento. Il rilevante aumento del tributo gravante sul gasolio, avviato in occasione della flessione del prezzo del petrolio, ha determinato un incremento della quota del gettito da esso assicurato, passata dal 23 per cento circa nel 1985 a oltre il 35 per cento nell'anno in esame.

I contributi sociali effettivi sono aumentati a un tasso superiore di oltre un punto percentuale rispetto alle retribuzioni del settore privato; alla maggiore crescita hanno contribuito i versamenti connessi con la possibilità di regolare le posizioni contributive, e la riduzione dell'entità della fiscalizzazione degli oneri sociali; a quest'ultima si è associata la trasformazione degli sgravi da proporzionali al salario a capitari.

I mercati monetari e finanziari

Gli aggregati monetari e creditizi e la politica monetaria

I provvedimenti presi a settembre, illustrati nel precedente Bollettino Economico, e la successiva gestione della politica monetaria hanno consentito il superamento delle difficoltà di cambio e delle tensioni sul mercato finanziario iniziate nell'estate, fino al miglioramento del quadro congiunturale e delle condizioni di finanziamento del Tesoro.

Tav. 12

Credito totale interno (variazioni percentuali)

VOCI	1986		1987
	Anno	Anno	obiettivo
Finanziamenti da aziende di credito (1)	9,6	8,2	
Finanziamenti da istituti di credito speciale	12,8	12,9	
Emissioni nette di obbligazioni	21,6	12,1	
Finanziamenti al settore non statale	11,4	10,0	5-9
Fabbisogno interno del settore statale (2)	17,6	14,9	
Credito totale interno (1) ...	15,1	13,0	11

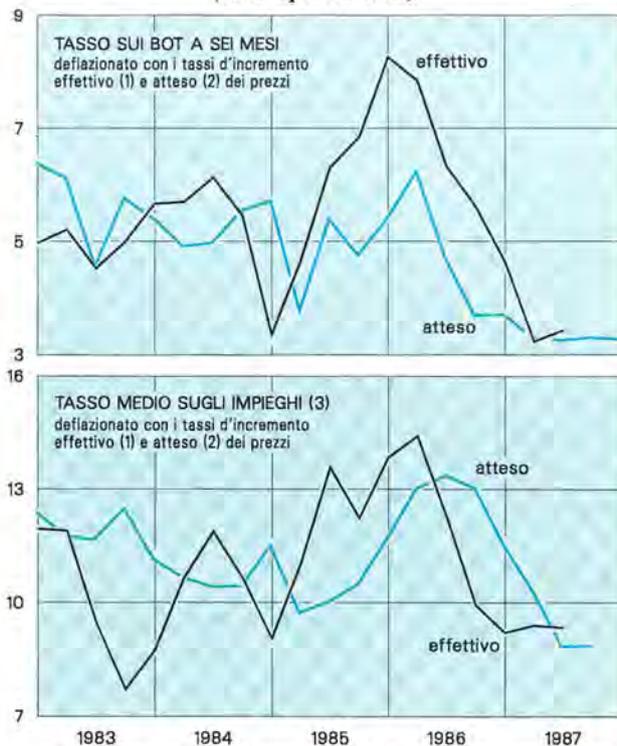
(1) Dati corretti della variazione del tasso di cambio e dei consolidamenti. — (2) Al netto degli apporti ai fondi di dotazione degli intermediari finanziari e dei consolidamenti.

Dopo l'introduzione del massimale, i prestiti bancari al settore non statale hanno mostrato una forte decelerazione, che ha portato la crescita nell'anno all'8,2 per cento (9,6 per cento nel 1986; tav. 12). In particolare, il tasso di crescita degli impieghi in lire ha avuto una flessione superiore a quella richiesta dal rispetto del massimale. L'agevole rientro conferma che una parte rilevante della domanda di credito manifestatasi nell'estate aveva un movente speculativo, collegato alle aspettative sul cambio, venuto meno con le misure di settembre. I tassi d'interesse applicati al credito bancario sono infatti lievitati solo modera-

tamente e temporaneamente: i tassi minimi sono saliti dall'11,8 per cento ad agosto al 12,5 per cento a ottobre, per poi riscendere al 12,3 per cento a dicembre; deflazionati con il tasso d'incremento dei prezzi, i tassi d'interesse sugli impieghi sono rimasti su un livello inferiore a quello degli ultimi anni (fig. 11). Questo fenomeno indica la congruità del sentiero di crescita tracciato dal massimale con le esigenze di finanziamento della produzione.

Fig. 11

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



(*) Valori stimati dei tassi d'interesse al netto dell'inflazione. — (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; il deflatore del tasso sugli impieghi è basato su un indicatore dei prezzi di produzione del settore della trasformazione industriale. — (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.

Considerando anche gli impieghi degli istituti di credito speciale e le emissioni obbligazionarie delle imprese, i finanziamenti al settore non statale sono aumentati nell'anno del 10 per cento, superando di poco il margine superiore della fascia obiettivo, in un anno caratterizzato da una forte flessione della raccolta di capitale di rischio da parte delle imprese, solo in parte compensata da un aumento dei prestiti esteri. Data la crescita del fabbisogno interno del settore statale del 14,9 per cento, il credito totale interno è aumentato del 13 per cento, con un tasso di crescita inferiore a quello dell'anno precedente (15,1 per cento), ma di due punti superiore alla previsione. Il rapporto fra il flusso del credito totale interno e il prodotto interno lordo è sceso al 15,5 dal 17 per cento dell'anno precedente.

Tav. 13

Base monetaria e moneta
(variazioni percentuali)

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

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

La crescita di M2 (8,3 per cento, contro 9,4 nel 1986; tav. 13) è rimasta nei limiti dell'obiettivo. Dopo il rallentamento registrato nei mesi estivi, in concomitanza con quello dei depositi, la moneta ha continuato a mostrare una dinamica contenuta. In presenza di vincoli all'espansione degli impieghi, le banche non hanno adeguato i tassi passivi all'innalzamento dei rendimenti sui titoli pubblici. Solo la componente rappresentata dai certificati di deposito, anche in seguito all'avvio di un mercato secondario di questi titoli, è aumentata in modo rilevante. L'aggregato monetario che esclude i certificati (M2A) è quindi cresciuto meno di M2, risultando a dicembre pari al 6,9 per cento. Il peso delle componenti più liquide sul

flusso complessivo delle attività finanziarie ha ripreso a salire (53,2 per cento nei primi undici mesi, contro 33,7 nel corrispondente periodo del 1986), specie per l'aumento dei BOT (tav. 14). Fra le altre attività finanziarie si rileva una ricomposizione a scapito delle quote dei fondi comuni, che hanno avuto un peso pressoché nullo sul flusso totale di attività finanziarie (0,4 per cento, contro 25,5 nei primi undici mesi del 1986).

Tav. 14

Attività finanziarie (1)
(composizioni percentuali)

VOCI	Consistenze		Flussi	
	dic. 1986	nov. 1987	gen.-nov. 1986	gen.-nov. 1987
Moneta (M2)	55,0	52,8	33,9	34,5
di cui:				
depositi bancari ...	44,6	42,6	25,6	25,9
BOT e accettazioni ...	12,8	13,5	-0,2	18,7
Titoli a medio termine ..	23,8	26,6	38,3	46,3
Quote Fondi comuni ..	6,0	5,0	25,5	0,4
Altre	2,4	2,1	2,5	0,1
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.

Al sostanziale rispetto degli obiettivi ha contribuito la gestione della base monetaria che, grazie alla decelerazione avvenuta nell'ultima parte dell'anno, è cresciuta nel 1987 di 13.900 miliardi, pari al 9,2 per cento. Nel complesso del 1987, la base monetaria creata a fronte dei finanziamenti al Tesoro è aumentata di circa 9.400 miliardi, rispetto agli 11.000 dell'anno precedente, ed è diminuita dal 10 all'8,2 per cento in rapporto al fabbisogno (tav. 15). Questo risultato è stato ottenuto nonostante che si sia ridotta, rispetto all'anno precedente, la quota del fabbisogno finanziata con collocamenti di titoli sul mercato interno (75 contro 79 per cento); ciò è avvenuto grazie al più ampio ricorso ai crediti esteri, che ha contribuito alla forte crescita della base monetaria creata dal canale estero, e all'aumento della raccolta postale; quest'ultima è stata pari a 13.200 miliardi, quasi 2.000 di più che nel 1986. All'interno della base monetaria del Tesoro si rileva un ricorso molto

ampio (oltre 9.000 miliardi) al conto corrente di Tesoreria, che alla fine del 1987 aveva un margine inutilizzato assai contenuto (circa 1.000 miliardi).

Tav. 15

Base monetaria
(variazioni in miliardi di lire)

VOCI	1986 (1)	1987 (2)	
	Anno	ott.-dic.	Anno
Creazione			
Estero.....	3.543	6.412	6.740
Tesoro.....	10.995	-4.178	9.403
Fabbisogno.....	110.163	28.845	114.044
(escluse regolaz. deb. preg.)	(109.557)	(28.540)	(113.491)
Titoli sul mercato.....	-87.563	-18.958	-85.585
Raccolta postale e debiti esteri (3).....	-11.606	-14.065	-19.056
Rifinanziamento alle aziende di credito.....	-4.334	459	-709
Altri settori.....	-1.004	4.849	-1.542
Totale.....	9.200	7.542	13.892
Utilizzo			
Circolante.....	3.143	5.204	4.611
Riserve bancarie.....	6.057	2.338	9.281
Riserva obbligatoria.....	9.022	1.332	8.739
Dep. eccedenza massimale.....	-	657	657
Liquidità.....	-2.965	349	-115

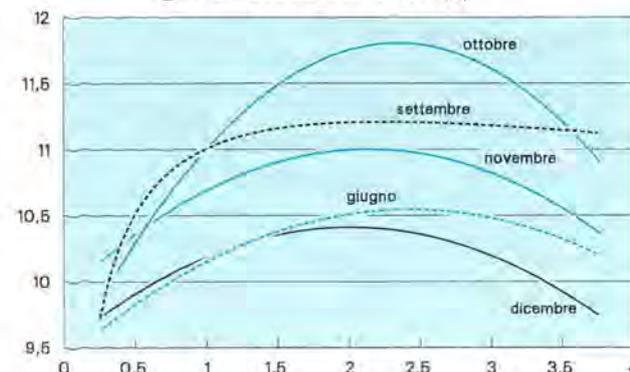
(1) I dati risentono degli effetti delle agitazioni sindacali dei dipendenti dell'Istituto alla fine del 1985. — (2) Dati provvisori. — (3) Includo le altre voci minori.

Nei mesi di ottobre e novembre, gli afflussi di capitale dall'estero indotti dai provvedimenti di settembre sono stati di entità tale da rendere necessario, per la prima volta dal mese di luglio, il drenaggio di liquidità con operazioni temporanee per compensare parte della creazione di base monetaria. Ciò nonostante, la liquidità bancaria negli ultimi mesi dell'anno è risultata meno tesa, come è testimoniato dall'andamento dei tassi sul mercato *overnight* (vedi riquadro). Nonostante il miglioramento della situazione sul mercato dei cambi, il collocamento dei titoli pubblici a medio termine è rimasto difficoltoso, per il permanere di tensioni sul mercato secondario ingenerate da incertezze sull'evoluzione dei tassi d'interesse e da ricomposizioni del portafoglio dovute anche a fattori fiscali (vedi Bollettino Economico n. 9). Le emissioni nette di CCT e BTP sono risultate nel

quarto trimestre pressoché irrilevanti, a fronte di emissioni di BOT e BTE per complessivi 8.100 miliardi. Considerando l'allontanamento degli operatori dai titoli a medio e lungo termine un fenomeno contingente, la Banca d'Italia ha effettuato interventi di sostegno sul mercato secondario per facilitare il ricrearsi di condizioni più ordinate.

Fig. 12

Struttura dei rendimenti netti per scadenza nel 1987 (1)



(1) Le curve sono state costruite interpolando i rendimenti effettivi dei BTP quotati rispetto alla loro durata finanziaria. I rendimenti indicati sull'asse delle ordinate sono espressi in valore percentuale.

Il miglioramento delle aspettative di inflazione e la riduzione dei tassi d'interesse nei principali paesi, concretatisi alla fine dell'anno, si sono riflessi positivamente sul mercato finanziario italiano. In particolare, si sono consolidate le aspettative di tenuta del cambio e le attese di aumento dei tassi sono state progressivamente sovrastate da aspettative di segno opposto. Sul finire dell'anno si è ridotta la tensione sul mercato secondario e i corsi hanno ripreso a salire. Questo fenomeno si è riflesso sulla curva dei rendimenti per scadenza: l'innalzamento determinatosi a ottobre, prevalentemente per le scadenze intorno ai due-tre anni, è venuto meno a novembre, quando la curva è divenuta meno ripida. A dicembre, i rendimenti si sono ulteriormente ridotti su tutto l'arco delle scadenze, la curva è tornata alla configurazione che aveva a giugno (fig. 12) e la domanda di titoli di Stato ha dato segni di ripresa. Per quanto riguarda i BOT, in particolare, nell'ultima asta del 1987 e in quelle di gennaio dell'anno in corso questo andamento ha determinato una sensibile riduzione dei tassi d'interesse, più pronunciata per le scadenze annuali. Il ren-

Gli interventi della Banca d'Italia sul mercato monetario

Successivamente ai provvedimenti valutari e monetari della metà di settembre, che hanno contribuito ad arginare l'ondata speculativa contro la lira, le condizioni del mercato della liquidità si sono fatte più distese; ciò è avvenuto principalmente per effetto degli ingenti riafflussi di valuta, che nel mese di ottobre hanno creato liquidità per 2.000 miliardi. Il tasso overnight, che nella seconda decade di settembre aveva sfiorato il 14 per cento, è diminuito per collocarsi attorno all'11 per cento nell'ultima decade di ottobre. In questo mese le riserve bancarie libere sono aumentate in media di 1.000 miliardi portandosi a 5.400 miliardi; nella prima decade del mese si è annullato l'indebitamento del sistema bancario nei confronti della Banca. Agli impulsi espansivi provenienti dal canale estero si sono sommati quelli del fabbisogno del Tesoro che è risultato superiore alle attese, mentre ancora si registravano difficoltà nel collocamento dei titoli pubblici. La Banca d'Italia è intervenuta sul mercato aperto al fine di limitare la creazione di liquidità: nel mese questi interventi hanno assorbito base monetaria per 2.800 miliardi, di cui 1.100 in via definitiva.

In novembre, a fronte di un elevato fabbisogno del Tesoro, la domanda di titoli di Stato da parte degli operatori si è mantenuta inferiore alla quantità offerta. In occasione dell'asta di fine mese, in particolare, circa 900 miliardi di BOT a tre mesi non sono stati assegnati nonostante gli acquisti della Banca d'Italia. Al contempo, il canale estero è risultato fortemente espansivo anche per effetto di un prestito al Tesoro in euroyen di importo equivalente a 2.700 miliardi. Gli interventi della Banca d'Italia sul mercato aperto si sono adeguati alla neces-

sità di contrastare questi impulsi espansivi sulla liquidità: sono state poste in essere operazioni di vendita per 2.200 miliardi a titolo definitivo e 1.900 in via temporanea. Il mercato dei fondi interbancari a brevissimo termine ha registrato condizioni distese soprattutto nella prima decade, quando le riserve libere si sono avvicinate a 6.000 miliardi; il tasso overnight, sceso al 6,4 per cento nella prima decade, si è portato, nella seconda e terza, al 10 per cento circa, in linea con i valori dei corrispondenti periodi di ottobre.

Anche in dicembre il fabbisogno del Tesoro è risultato superiore alle previsioni, particolarmente negli ultimi giorni del mese. Le condizioni sul mercato dei titoli di Stato hanno mostrato peraltro segni di miglioramento. Agli inizi del mese le richieste del mercato di CCT quinquennali, in parte rigonfiate dal tentativo di sottrarsi agli effetti del riparto essendo stata comunicata in anticipo un'offerta di ammontare relativamente basso (1.000 miliardi), sono sommate a 3.400 miliardi. All'asta dei BOT di fine mese la domanda degli operatori ha ecceduto la elevata offerta (23.500 miliardi); i tassi di aggiudicazione sono diminuiti in particolare nel comparto dei BOT a 12 mesi i cui rendimenti, al netto della ritenuta fiscale, si sono collocati al di sotto del 10 per cento. Gli interventi della Banca d'Italia sono risultati relativamente contenuti: il mercato aperto ha creato liquidità per 1.400 miliardi, in conseguenza di acquisti di titoli in via temporanea per 1.600 miliardi e vendite definitive per 200. Le riserve nette, divenute fortemente negative nelle prime due decadi del mese a causa dell'intensa domanda di circolante da parte del pubblico, sono poi cresciute sensibilmente negli ultimi giorni dell'anno, in con-

dimento dei BOT a un anno al netto della ritenuta fiscale è stato alla fine di gennaio pari al 9,12 per cento, con una diminuzione di circa un punto e quaranta centesimi rispetto a ottobre, ed è ritornato così pressoché al valore dell'inizio dell'anno passato. A gennaio è stato collocato un quantitativo di CCT notevolmente superiore a quello originariamente offerto, nonostante un rendimento all'emissione al netto della ritenuta fiscale (10,58 per cento) inferiore di 60 centesimi a quello di dicembre. Nonostante ciò la vita media dei titoli del debito pubblico, che alla fine del mese di maggio del 1987 era pari a quasi 4 anni, si era ridotta alla

fine di gennaio a poco più di 3 anni e mezzo. Nel corso del mese di febbraio, la domanda di BTP e di CCT si è nuovamente indebolita e sono aumentati i collocamenti a breve termine.

La domanda di credito e l'attività degli intermediari

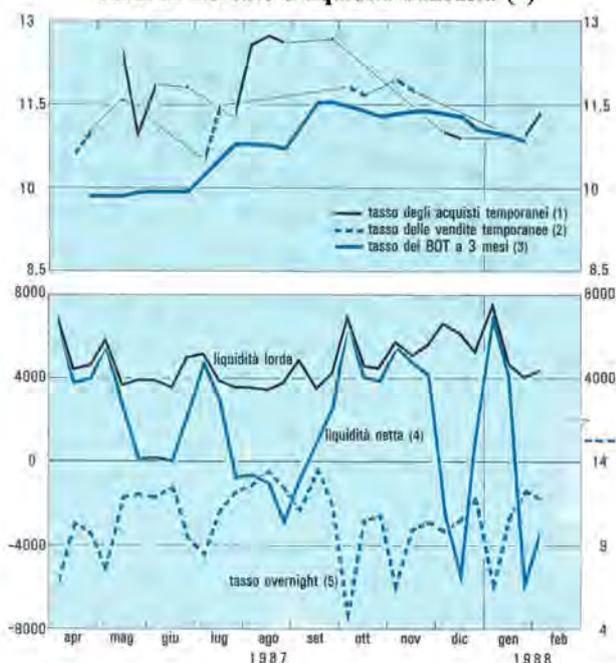
Il tasso di crescita a dodici mesi degli impieghi bancari in lire, contrattosi a settembre al 9,6 per cento, dal 14,9 di agosto, è progressivamente sceso, raggiungendo a dicembre 1987 il 7,1 per cento; i margini inutilizzati rispetto ai limiti impo-

nessione con lo scadere di un ingente volume di finanziamenti temporanei. Benché gli esborsi effettuati dal Tesoro abbiano contribuito in quei giorni a sostenere l'offerta di liquidità, il sistema bancario si è trovato nella necessità di ricorrere ad anticipazioni a scadenza fissa, che sono state concesse a condizioni penalizzanti; il tasso overnight, collocatosi attorno al 10 per cento nella prima decade del mese, si è riportato pertanto a fine anno su valori prossimi al 12 per cento.

In gennaio, un leggero avanzo di cassa del Tesoro e gli elevati collocamenti netti di titoli sul mercato primario hanno più che compensato gli effetti sulla liquidità dovuti al proseguire degli afflussi di valuta. La domanda del mercato di CCT (8.700 miliardi) è risultata superiore a una offerta iniziale di 5.000 miliardi, comunicata in anticipo come in dicembre, e poi aumentata a 7.000 miliardi. Gli interventi in titoli della Banca d'Italia hanno creato base monetaria per 6.400 miliardi; mentre le operazioni definitive hanno assorbito liquidità per 2.800 miliardi, quelle temporanee sono risultate espansive per 9.200 miliardi. Nella seconda parte del mese il mercato della liquidità ha registrato un rapido aumento dell'indebitamento in via temporanea del sistema bancario connesso al versamento della riserva obbligatoria. I finanziamenti complessivi pronti contro termine sono ammontati a 22.500 miliardi e sono stati concessi a tassi di rendimento compresi tra l'11 e il 12 per cento; il sistema bancario ha inoltre fatto ricorso alle anticipazioni a scadenza fissa a condizioni lievemente penalizzanti. Alla rapida flessione della liquidità netta nella terza decade ha fatto riscontro un forte aumento

del tasso overnight che, in questo periodo, si è portato appena sopra il 12 per cento, risalendo dai bassi livelli dei primi giorni dell'anno.

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 dei finanziamenti pronti contro termine. — (5) Media semplice delle quotazioni denaro.

sti dal massimale sono risultati costantemente elevati (5.200 miliardi alla fine dell'anno). Dato il diverso impatto del provvedimento sulle singole aziende di credito, alcune di queste hanno tuttavia superato i limiti prescritti: i depositi nel conto infruttifero presso la Banca d'Italia previsto per i debordi hanno raggiunto a fine dicembre 650 miliardi. A fronte della decelerazione dei prestiti in lire sta l'aumento del tasso di crescita a dodici mesi di quelli in valuta, passato dal -0,7 per cento ad agosto al 19,5 per cento a dicembre.

Lo sgonfiamento, dopo l'introduzione del massimale, degli impieghi bancari connessi con

operazioni finanziarie si è riflesso nel ribaltamento delle tendenze nella destinazione dei prestiti osservate nei mesi precedenti. La distribuzione per settori e rami di attività economica mostra che il tasso di crescita a dodici mesi del complesso degli impieghi in favore delle imprese finanziarie e delle *holding* dei maggiori gruppi industriali, che era risultato a luglio superiore al 40 per cento, è fortemente decelerato (7,6 per cento a novembre). Questa evoluzione si è riflessa in una decelerazione più accentuata dei prestiti delle aziende di credito maggiori, che hanno ripreso a cedere quote di mercato alle banche di minori di-

mensioni, e nella riduzione della quota dei prestiti effettuati a tassi inferiori al *prime rate*, passata dal 50 al 47,6 per cento dalla fine del secondo alla fine del terzo trimestre. In minor misura ha risentito dei provvedimenti il tasso di crescita a dodici mesi degli impieghi all'industria, che è comunque sceso dall'8,4 per cento a giugno al 5 per cento a novembre, in connessione con il rallentamento della produzione industriale e con lo smaltimento delle giacenze di prodotti finiti avvenuto nel secondo semestre.

A gennaio, i prestiti bancari in lire hanno mostrato una forte accelerazione che ha determinato il superamento, per circa 1.500 miliardi, del limite di crescita imposto dal massimale.

La dinamica dei depositi bancari, il cui tasso di crescita a dodici mesi è passato dall'11,9 per cento di giugno al 6,7 di dicembre, ha continuato a essere contenuta anche dopo la crisi del mercato azionario. Come si è già detto, solo la componente costituita dai certificati di deposito ha mostrato un tasso di crescita molto sostenuto (48,1 per cento). L'aumento ha riguardato prevalentemente i certificati aventi scadenza pari a 3 mesi, emessi soprattutto dalle banche maggiori che hanno dato vita al mercato secondario di tali attività finanziarie.

I dati relativi ai primi nove mesi del 1987 accentuano il deterioramento dei conti economici bancari rispetto al primo semestre. La redditività bancaria è stata inferiore a quella rilevata nei primi tre trimestri sia del 1986, sia del 1985, anno non influenzato dal massimale sugli impieghi. Rispetto al 1986, si è contratto il margine d'interesse in rapporto ai fondi intermediati e si è ridotto il contributo dell'attività di negoziazione titoli, che ha risentito negativamente delle perdite in conto capitale registrate sul mercato finanziario e della diminuita attività di classamento di titoli in emissione. Questo fenomeno, che ha riguardato tutte le categorie di aziende di credito, è stato più evidente per le banche maggiori, tradizionalmente più impegnate nella operatività in titoli. Anche un leggero aumento del costo relativo al personale per lira intermediata ha contribuito all'erosione del risultato di gestione.

La sostenuta dinamica del credito speciale si è protratta nella parte finale dell'anno: la crescita degli impieghi degli istituti, è stata nell'anno pari

al 13,4 per cento (12,4 nel 1986). L'attività è risultata elevata in tutti i comparti, eccetto che per le sezioni per il finanziamento delle OO.PP. i cui impieghi sono da alcuni anni pressoché stazionari, in presenza di una politica più restrittiva circa l'indebitamento degli enti locali e di una maggiore operatività della Cassa DD.PP.

Particolarmente forte è stata l'espansione dell'intermediazione degli istituti fondiari. Gli impieghi di questi istituti hanno mostrato una progressiva accelerazione: il tasso di crescita a dodici mesi è passato dal 17,6 per cento a settembre a circa il 21 per cento a dicembre (13,1 nel 1986). In presenza di un incremento modesto degli investimenti in costruzioni, questo fenomeno sembra connesso con il dispiegarsi degli effetti che la diminuzione dei tassi d'interesse ha sulla domanda di mutui fondiari.

Gli impieghi degli istituti mobiliari, che avevano mostrato un'elevata dinamica già intorno alla metà dell'anno, non sembrano aver particolarmente risentito dell'introduzione del massimale. In particolare negli ultimi due mesi del 1987 si rileva un rallentamento del tasso di crescita a dodici mesi dei prestiti, passato dal 13 per cento a ottobre all'11,7 a dicembre. Anche in seguito all'azione di indirizzo esercitata dalla Banca d'Italia, il credito con scadenza fino a 18 mesi, tradizionalmente la componente che più si presta a sostituire il credito bancario, ha mostrato una sensibile decelerazione, con un tasso di crescita a dodici mesi che è passato dal 33 per cento a giugno al 16 per cento a dicembre (57 per cento nel 1986, tenuto conto delle operazioni connesse con emissioni di obbligazioni convertibili). La crescita complessiva degli impieghi nell'anno, pur se inferiore a quella del 1986 (14,6 per cento), è stata tuttavia notevole, risentendo della ancora sostenuta attività di investimento in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto. Questa dinamica della spesa per investimenti ha favorito anche la forte crescita degli impieghi degli istituti di credito speciale in favore delle società di *leasing*, che nei primi nove mesi dell'anno hanno espanso i loro finanziamenti a un tasso analogo a quello del 1986.

Fra le forme di provvista, sensibile è stata la crescita della consistenza delle obbligazioni (circa 12 per cento contro 7,5 nel 1986), mentre modesta è stata quella dei certificati di deposito (circa 6 per cento contro 10,6 nel 1986), anche per la contenuta dinamica delle operazioni a breve termine.

Oltre a incrementare la raccolta all'estero, anche in connessione con l'aumento dei crediti finanziari a paesi esteri, gli istituti hanno finanziato parte dell'attività di impiego attraverso lo smobilizzo del portafoglio titoli, riducendo in particolare la consistenza dei CCT.

Il mercato finanziario

L'evoluzione del mercato finanziario nella seconda parte del 1987 è stata contraddistinta dalla crisi del mercato azionario e dalle tensioni manifestatesi su quello dei titoli pubblici.

Dopo il crollo del mese di ottobre, i corsi azionari non hanno mostrato segni di ripresa. L'indice generale della Borsa di Milano, diminuito del 15 per cento nel mese di ottobre, ha avuto un'ulteriore flessione del 14 per cento nei successivi tre mesi. Alla metà di febbraio 1988, la quotazione media delle azioni alla Borsa Valori di Milano risultava inferiore del 49 per cento rispetto al massimo raggiunto il 20 maggio del 1986, ritornando così ai livelli medi del mese di gennaio di tale anno. Le azioni di risparmio hanno accusato nel 1987 sostanzialmente le stesse perdite percentuali dei titoli ordinari; nella fase caratterizzata dal rialzo, tra la fine del 1985 e l'agosto del 1986, si era invece osservato un aumento delle loro quotazioni pari a meno della metà di quello dei titoli ordinari.

La capitalizzazione dei titoli quotati alla Borsa di Milano si è ridotta da 190.000 miliardi di fine dicembre 1986 a 133.000 miliardi di fine gennaio 1988, nonostante gli aumenti di capitale effettuati e gli ingressi in quotazione di nuove società (23 nel 1987, che hanno portato il totale delle società quotate a 225).

La flessione dei corsi è avvenuta in una fase ancora favorevole della redditività delle imprese. In conseguenza della caduta dei prezzi e dell'aumento degli utili previsti per il 1987, il rapporto fra una stima degli utili netti concernenti un campione di società quotate e la capitalizzazione di borsa alla fine dell'anno relativa allo stesso gruppo di società è salito al 5,3 per cento dal 3,1 del 1986, risultando superiore anche all'analogo rapporto calcolato per il 1985 (4,3 per cento).

L'aumento del costo del capitale, risultante dal presumibile ampliarsi del premio al rischio richie-

sto dagli investitori, si è riflesso nel rinvio di alcuni collocamenti azionari; questi, per il complesso delle società quotate, sono ammontati nell'ultimo trimestre a soli 900 miliardi, contro 5.200 nel corrispondente periodo del 1986. Nell'intero 1987 le emissioni di azioni da parte di società quotate, al lordo delle duplicazioni, sono state pari a circa 6.400 miliardi, con una notevole diminuzione rispetto all'anno precedente (14.800 miliardi), pur risultando ancora superiori alla media degli anni 1981-85. Al totale delle emissioni lorde hanno contribuito per circa 1.000 miliardi le emissioni di azioni di risparmio, che hanno avuto anch'esse una espansione minore rispetto a quella osservata nel 1986 (6.400 miliardi).

Gli aumenti di capitale effettuati dalle banche sono ammontati a circa 2.000 miliardi, mentre quelli delle imprese assicurative hanno superato i 500 miliardi. Si è accentuata la concentrazione delle emissioni: i collocamenti dei quattro maggiori gruppi industriali sono stati pari al 74 per cento del totale (gli stessi gruppi avevano emesso il 53 per cento delle nuove azioni nel 1986).

La domanda di azioni si è ridotta notevolmente: sono in particolare diminuiti gli acquisti da parte dei fondi comuni, che nel 1986 avevano rappresentato un importante elemento propulsivo del mercato. In ottobre e in dicembre — coerentemente con i comportamenti dei sottoscrittori che, oltre a effettuare disinvestimenti netti, tendevano a spostare i loro investimenti dai fondi azionari e misti a quelli obbligazionari — i fondi comuni, che nei mesi precedenti avevano tenuto un comportamento anticiclico, hanno effettuato vendite di azioni, in concomitanza con ampi cedimenti delle quotazioni.

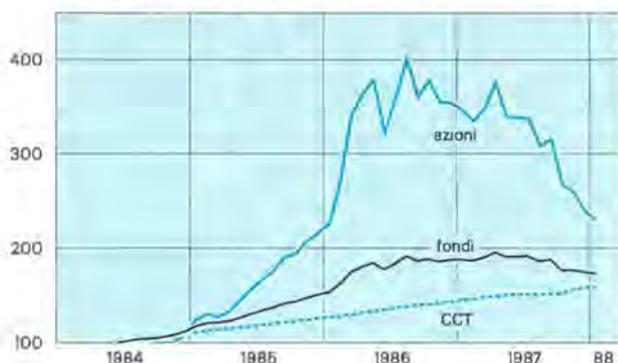
Il patrimonio netto dei fondi italiani alla fine di dicembre era pari a 59.400 miliardi, con una diminuzione dall'inizio dell'anno di 5.600 miliardi, dovuta al calo dei prezzi, in specie di quelli azionari, dato che le nuove sottoscrizioni hanno sostanzialmente compensato i riscatti. Dopo un andamento sostenuto nella prima parte dell'anno, la raccolta dei fondi è risultata negativa a partire da agosto. Per la debolezza del mercato azionario e per le attese di aumento dei tassi di interesse, il risparmio finanziario delle famiglie si è diretto prevalentemente verso impieghi a breve termine, segnatamente BOT.

Grazie alla diversificazione del portafoglio attuata prevalentemente con titoli pubblici, l'evoluzione dei corsi azionari si è riflessa solo in parte sul rendimento delle quote dei fondi comuni, che per il totale dei fondi è risultato nell'anno negativo (-6,7 per cento, contro 24,6 per cento nel 1986). Considerando i risultati conseguiti dall'inizio della loro attività (giugno 1984), i fondi comuni hanno comunque assicurato una redditività superiore a quella del portafoglio complessivo dei CCT e inferiore, ma molto meno variabile, di quella dei titoli azionari (fig. 13).

Fig. 13

Investimenti sul mercato mobiliare: indici di capitalizzazione

(base 100 al 30 giugno 1984; dati di fine mese)



Dopo la variazione verificatasi a ottobre, la composizione del portafoglio titoli dei fondi — che nei primi nove mesi dell'anno aveva registrato la diminuita importanza delle obbligazioni in lire a favore dei titoli in valuta — non ha manifestato mutamenti di rilievo, fatta eccezione per le obbligazioni in valuta che sono risultate l'unica categoria in aumento, anche in termini assoluti (tav. 16). In presenza di raccolta negativa, i fondi hanno continuato a liquidare titoli di Stato negli ultimi mesi dell'anno.

Nel corso del 1987, le emissioni nette di titoli di Stato si sono ridotte: 84.900 miliardi contro 97.500 nel 1986 (tav. 17). La flessione ha riguardato principalmente i BTP (13.400 miliardi contro 35.000 nel 1986), che ancora nei primi mesi del 1987 erano stati oggetto di elevata domanda in seguito al prevalere di aspettative di riduzione dei tassi d'interesse: oltre l'80 per cento delle emis-

sioni sono state collocate nei primi sei mesi dell'anno. Andamento speculare hanno mostrato i BOT che, nel complesso dell'anno, hanno rappresentato quasi il 30 per cento delle emissioni nette, pari a 25.200 miliardi (9.700 miliardi e 10 per cento nel 1986); fra le emissioni di titoli a breve termine vanno considerate anche quelle di BTE per 2.300 miliardi. Anche le emissioni di CCT si sono ridotte sensibilmente (35.300 miliardi, contro 53.500 nel 1986) e, come per i BTP, si sono concentrate nella prima parte dell'anno.

Tav. 16

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	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
ott.	32.671	5.345	14.449	2.345	3.175	57.985
nov.	32.128	5.326	14.787	2.618	2.811	57.670
dic.	31.569	5.254	13.561	2.889	2.608	55.881
1988 — gen.	30.773	5.204	12.670	2.804	2.631	54.082

(1) Inclusi i BOT.

I cedimenti dei corsi dei CCT manifestatisi dal mese di giugno hanno ostacolato il collocamento di questa categoria di titoli tradizionalmente apprezzata per l'indicizzazione ai tassi a breve termine, tesa a ridurre il rischio di perdite in conto capitale. L'evoluzione dei prezzi di tali titoli, influenzata da vari fattori, come le vendite effettuate dai fondi comuni durante l'estate, ha anche posto in luce i limiti del funzionamento del mer-

cato secondario dei titoli di Stato in Italia. Oltre ad adottare misure congiunturali, come gli interventi della Banca d'Italia in Borsa a sostegno dei

corsi, sono stati presi provvedimenti per una riforma di questo mercato al fine di aumentarne il grado di efficienza (vedi Nota in questo Bollettino).

Tav. 17

Titoli di Stato (1)
(miliardi di lire)

	BOT (2)	CCT	BTP	CTE (3)	Totale
Emissioni lorde					
1985	256.281	97.209	17.288	3.367	384.553
1986	265.865	79.255	53.276	2.079	400.475
1987	316.110	55.480	18.890	590	403.854
1986 — I sem. ..	128.912	35.006	31.026	2.284	197.228
— II » ..	136.953	44.249	22.250	-205	203.247
1987 — I sem. ..	133.705	41.930	15.040	576	201.720
— II » ..	182.405	13.550	3.850	14	202.134
Emissioni nette					
1985	13.181	78.567	3.973	3.367	106.102
1986	9.699	53.534	35.036	2.079	97.460
1987	25.171	35.267	13.409	590	83.290
1986 — I sem. ..	-1.639	31.232	18.524	2.284	49.053
— II » ..	11.338	22.302	16.512	-205	48.407
1987 — I sem. ..	-5.436	24.834	10.852	576	38.969
— II » ..	30.607	10.433	2.557	14	44.321

(1) I dati relativi al 1985 includono i titoli emessi per consolidamento di debiti pregressi pari, per le emissioni nette, a 9.923 miliardi. Nel 1987 sono comprese le emissioni di BTE, pari a 2.311 miliardi, effettuate nel secondo semestre. — (2) Per questi titoli le emissioni nette sono date dalle emissioni lorde meno i rimborsi. — (3) Al netto delle stampigliature.

Fra gli emittenti diversi dal Tesoro, rilevanti sono state le emissioni di obbligazioni da parte degli istituti di credito speciale (11.500 miliardi, contro 6.800 nel 1986), collocate nonostante il venir meno del sostegno costituito dal vincolo di portafoglio.

Dal mese di ottobre i rendimenti del comparto obbligazionario, che avevano raggiunto i valori massimi dell'anno, hanno mostrato generalmente una diminuzione, legata alla stabilizzazione del tasso di inflazione e al miglioramento delle aspettative sui tassi. La preferenza degli operatori verso l'accorciamento delle scadenze ha indotto il Tesoro a offrire BOT, BTE e nuove emissioni di CCT a 7 anni e, successivamente, a 5 anni con cedole semestrali.

La stabilizzazione dell'inflazione si è riflessa anche nel miglioramento delle aspettative del cambio della lira rispetto all'ECU, implicite nello scarto tra il rendimento dei BOT e dei BTE annuali, passato dal 2,4 per cento circa di ottobre all'1,7 per cento circa di gennaio.

Il rendimento delle obbligazioni diverse dai titoli di Stato sul mercato secondario ha reagito solo parzialmente al mutamento delle aspettative. Il rendimento netto medio delle obbligazioni degli istituti di credito mobiliare, in particolare, è rimasto tra ottobre e dicembre al di sopra dell'11 per cento, mentre nello stesso periodo il rendimento netto medio dei BTP è diminuito di 90 centesimi, arrivando al 10,5 per cento.

Le prospettive a breve termine

L'economia internazionale

Dopo la forte ripresa della domanda mondiale nel secondo semestre del 1987, secondo le più recenti previsioni degli organismi internazionali, che tengono conto degli effetti della crisi dei mercati azionari dello scorso mese di ottobre, il tasso di sviluppo dei paesi industriali dovrebbe ridursi nel 1988; la crescita risulterebbe compresa tra il 2,3 e il 2,5 per cento (tav. 18). Pur essendo inferiori a quelle precedenti la caduta dei corsi azionari, le previsioni sono ora leggermente più favorevoli di quelle formulate subito dopo la crisi, riflettendo un ridimensionamento delle valutazioni negative di possibili «effetti ricchezza».

Le previsioni dei diversi organismi risentono comunque, soprattutto con riguardo alla crescita, dell'elevata incertezza che domina lo scenario internazionale. A questa incertezza contribuiscono i più recenti sviluppi congiunturali dell'economia americana: da un lato la crescita registrata dagli Stati Uniti nell'ultimo trimestre del 1987 ha largamente ecceduto le più favorevoli previsioni, dall'altro gli indici anticipatori hanno segnato in quel paese una flessione in dicembre, per il terzo mese consecutivo.

Dato il permanere degli squilibri correnti fra i tre maggiori paesi dell'area dell'OCSE, elementi cruciali nel determinare l'andamento delle variabili macroeconomiche rimangono le politiche economiche dei principali paesi e l'evoluzione del cambio del dollaro. Le azioni di politica fiscale intraprese nel 1987, quando alle misure di restrizione negli Stati Uniti si sono associati impulsi espansivi in Giappone e, in misura limitata, nella Germania federale, hanno riflesso meglio che in passato l'esigenza di promuovere una redistribuzione della crescita della domanda dai paesi con disavanzi esterni a quelli in attivo, al fine di accelerare il riequilibrio degli sbilanci internazionali. Difficilmente, tuttavia, tale tendenza proseguirà nel 1988: negli Stati Uniti, infatti, l'effetto delle

misure approvate nel mese di novembre dovrebbe essere quello di mantenere il disavanzo federale invariato rispetto all'esercizio precedente; negli altri due maggiori paesi, l'impulso fiscale previsto per il 1988 appare solo moderatamente espansivo in Giappone e inadeguato nella Germania federale.

Anche se le condizioni monetarie resteranno presumibilmente accomodanti nella maggior parte dei paesi industriali, la forte accelerazione degli aggregati monetari e creditizi nell'ultimo biennio induce a ritenere che i margini per un ulteriore allentamento siano ormai limitati.

L'incertezza nelle suddette previsioni di crescita del prodotto dei paesi industriali nel 1988 si traduce nel caso degli Stati Uniti in una differenza tra le diverse valutazioni pari a più di mezzo punto percentuale. In questo paese la domanda interna dovrebbe aumentare di circa un punto meno del prodotto; il contrario dovrebbe avvenire sia nella Germania federale sia in Giappone, contribuendo all'aggiustamento degli squilibri esterni in volume. La crescita giapponese dovrebbe essere nel 1988 di 2 punti maggiore di quella tedesca; in complesso, il commercio mondiale dovrebbe espandersi a un tasso di circa il 4 per cento. L'andamento produttivo nei diversi paesi dovrebbe riflettersi, anche se lievemente, sul tasso di disoccupazione, che si ridurrebbe ulteriormente negli Stati Uniti (dal 6,3 per cento nel 1987 al 6 nel 1988) e salirebbe invece, ancora, in Europa (dal 10,8 per cento all'11).

Nei paesi in via di sviluppo dovrebbe registrarsi un'accelerazione della crescita; in particolare, nei paesi esportatori di petrolio l'attività dovrebbe espandersi a un tasso pari quasi al 3 per cento dopo tre anni consecutivi di moderata flessione.

Con il concorso di una dinamica salariale contenuta, di prezzi del petrolio stabili e di modesti incrementi, nella media dell'anno, dei prezzi delle materie prime non energetiche, peraltro recente-

Tav. 18

Previsioni delle principali variabili macroeconomiche internazionali

(variazioni percentuali rispetto all'anno precedente)

	1987	1988		1987	1988
Prodotto lordo (1)			Bilancio correnti (2)		
Paesi industriali	2,8	2,3-2,5	Paesi industriali	-46	-50
<i>di cui:</i>			<i>di cui:</i>		
Stati Uniti	2,9	2,0-2,6	Stati Uniti	-156	-134
Giappone	3,5	3,5-3,7	Giappone	87	81
Europa	2,3	1,8-2,0	Europa	40	20
Germania fed.	1,7	1,5-1,6	Germania fed.	44	41
PVS non petroliferi	4,4	4,8	PVS non petroliferi	-9	-15
PVS esp.ri petrolio	-0,9	2,7	PVS esp.ri petrolio	-11	-4
Prezzi al consumo (3)			Tasso di disoccupazione (4)		
Paesi industriali	3,5	3,8	Paesi industriali	8,0	8,0
<i>di cui:</i>			<i>di cui:</i>		
Stati Uniti	4,0	4,0	Stati Uniti	6,3	6,0
Giappone	0,3	1,8	Giappone	3,0	3,0
Europa	3,8	4,0	Europa	10,8	11,0
Germania fed.	0,8	1,8	Germania fed.	8,0	8,3
Commercio mondiale (1)	3,8	4,0			
Esportazioni (1)			Importazioni (1)		
Paesi industriali	4,5	5,0	Paesi industriali	5,0	4,0
PVS non petroliferi	8,8	6,3	PVS non petroliferi	5,6	7,1
PVS esp.ri petrolio	-4,8	7,1	PVS esp.ri petrolio	-15,3	0,1

Fonti: FMI e OCSE.

(1) A prezzi costanti. — (2) Miliardi di dollari. — (3) Deflatore dei consumi privati. — (4) Livello.

mente tornati su livelli elevati, l'inflazione dei paesi industriali dovrebbe variare solo moderatamente rispetto ai valori registrati nel 1987. Per effetto del deprezzamento del dollaro la dinamica inflazionistica negli Stati Uniti dovrebbe comunque risultare più accentuata che nella media degli altri paesi industriali.

Il quadro delineato dai diversi organismi internazionali non mostra particolari differenze nelle stime delle partite correnti: gli squilibri dei pagamenti tra i maggiori paesi appaiono destinati a restare ampi nel 1988. Il disavanzo americano dovrebbe comunque ridursi, sia pure in misura ancora contenuta: i volumi dell'interscambio dovrebbero continuare a muoversi nella direzione desiderata, con cospicui aumenti delle esporta-

zioni e con importazioni pressoché stazionarie, ma l'aggiustamento sarebbe ancora limitato, nell'anno in esame, dall'ampiezza degli effetti di prezzo dovuti alla flessione del dollaro. La riduzione del saldo passivo degli Stati Uniti verrebbe assorbita per circa la metà da corrispondenti diminuzioni degli attivi correnti del Giappone e della Germania federale che, valutati in dollari, permarranno tuttavia elevati, malgrado l'andamento dei flussi in volume. Nell'aggiustamento del disavanzo americano è importante il ruolo dei NICs asiatici, le cui esportazioni verso gli Stati Uniti sono fortemente cresciute negli anni recenti (vedi riquadro nel capitolo sull'economia internazionale). Una prosecuzione di questa tendenza potrebbe costituire un fattore di ritardo nella riduzione di tali squilibri.

Nel complesso dei paesi in via di sviluppo il disavanzo corrente si è notevolmente ridotto nell'anno trascorso e dovrebbe situarsi sugli stessi valori nel biennio 1988-89. Questo fenomeno dovrebbe riflettere in larga parte il miglioramento della posizione esterna dei paesi esportatori di petrolio, dopo il drastico deterioramento del 1986.

L'economia italiana

Dopo la lieve flessione dei mesi estivi, nell'ultima parte dell'anno la produzione industriale ha ripreso a salire; l'indice destagionalizzato e rettificato per le giornate lavorate è aumentato, nel quarto trimestre, del 2,5 per cento rispetto al trimestre precedente e, sulla base di prime valutazioni, anche nel mese di gennaio dovrebbe essersi avuto un aumento di circa il 2 per cento. Favorevoli permangono inoltre i giudizi delle imprese sullo stato della domanda e dell'attività produttiva nei prossimi mesi.

La rinuncia al previsto inasprimento delle aliquote IVA, che avrebbe dovuto andare in vigore dall'inizio di quest'anno, ha consentito, contribuendo anche a una revisione delle aspettative, di evitare il rafforzarsi di una spinta al rialzo dei prezzi in un momento in cui l'inflazione aveva ripreso a salire e notevoli erano le incertezze circa la sua evoluzione a breve termine. La variazione tendenziale del costo della vita, che era risalita dal 4,1 per cento di giugno al 5,3 di ottobre, ha ricominciato a ridursi riportandosi, nello scorso mese di gennaio, sul 5 per cento.

Sul fronte dei conti con l'estero, dopo l'andamento assai deludente del primo semestre, le esportazioni sono tornate a crescere dall'estate, grazie anche allo sviluppo della domanda dei principali paesi industriali; nell'anno l'aumento è stato pari al 3 per cento. Di particolare entità è stato però, anche nell'ultima parte del 1987, l'incremento delle importazioni, sostenuto da un ritmo di evoluzione della domanda globale che, in presenza di un elevato grado di utilizzo della capacità produttiva, la produzione interna, pur sostenuta, è solo parzialmente riuscita a seguire; nella media dell'anno l'aumento delle importazioni di beni e servizi è stato, in volume, del 10 per cento. Dato l'ancora favorevole andamento

delle ragioni di scambio, il 1987 si è chiuso con un sostanziale equilibrio delle partite correnti.

In novembre, in un clima di elevata incertezza e tenendo conto soprattutto dei nuovi sviluppi sulla scena economica internazionale, il Governo procedeva a una ridefinizione della manovra di bilancio e in particolare della proposta di legge finanziaria.

Nella nuova impostazione, l'azione correttiva dell'andamento tendenziale del disavanzo pubblico era resa più incisiva, riducendo gli sgravi fiscali e contributivi programmati, nonché eliminando le assegnazioni sotto forma di mutui della Cassa DD.PP. in favore dell'ENEL e delle società concessionarie di telecomunicazioni. Nel contempo, si rinunciava, come si è detto, all'inasprimento delle aliquote IVA. Il Governo si poneva l'obiettivo di contenere il fabbisogno del settore statale entro i 100.000 miliardi di lire; stime concernenti gli interventi programmati indicavano temporaneamente in 103.500 miliardi il risultato previsto per questo aggregato (vedi riquadro). Al fine di individuare possibili riduzioni ed economie nella spesa pubblica il Ministro del Tesoro nominava una commissione volta a verificare l'efficienza e la produttività, i cui lavori dovrebbero essere completati nell'aprile di quest'anno.

In dicembre, tenuto conto dei mutamenti intervenuti nello scenario economico internazionale negli ultimi mesi del 1987 e sulla base dell'obiettivo per il fabbisogno statale risultante dalle modifiche apportate alla legge finanziaria, la Banca d'Italia ha aggiornato e sottoposto all'approvazione del CIPE il quadro dei flussi finanziari per il 1988.

L'obiettivo stabilito al momento della presentazione della Relazione Previsionale e Programmatica per l'espansione dei finanziamenti al settore non statale, compreso tra il 6 e il 10 per cento, non è stato variato. L'ampiezza della fascia consente di tener conto, da un lato, delle recenti tendenze dell'economia, che potrebbero determinare una riduzione della domanda di credito rispetto a quanto a suo tempo previsto; dall'altro, dell'incerto andamento del mercato azionario e della riduzione dei trasferimenti finanziari alle imprese pubbliche, disposta dalla nuova legge finanziaria, che potrebbero determinare un maggior ricorso al credito bancario.

Una crescita dei finanziamenti al settore non statale dell'ordine di 39.000 miliardi, coerente con il valore centrale della fascia obiettivo, e un fabbisogno statale contenuto entro l'ammontare originariamente programmato condurrebbero a un'espansione del credito totale interno di 136.000 miliardi, con un incremento del 10,4 per cento rispetto alla consistenza di fine 1987. Il rapporto rispetto al prodotto lordo scenderebbe ulteriormente al 13 per cento (tav. 19).

Analoga a quella del credito totale sarebbe l'espansione delle attività finanziarie sull'interno; alla fine dell'anno in corso esse raggiungerebbero una consistenza di quasi un terzo superiore al reddito nazionale. Per assicurare una crescita della moneta (M2) in linea con l'evoluzione del pro-

dotto lordo, e quindi ricompresa entro la fascia obiettivo del 6-9 per cento annunciata alla fine di settembre e riconfermata in dicembre, i titoli di Stato detenuti dalle famiglie e dalle imprese dovranno accrescersi a un tasso più che doppio di quello del reddito.

La riforma del mercato secondario dei titoli pubblici potrà consentire un più stretto collegamento fra la domanda degli operatori e le condizioni di emissione, migliorando le relazioni fra il mercato primario e quello secondario. Una maggiore flessibilità dei rendimenti, soprattutto nel comparto a breve, si rende necessaria anche per la crescente mobilità dei capitali con l'estero, che si accentuerà nel corso del 1988 in seguito all'entrata in vigore della nuova normativa valutaria.

Tav. 19

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 (4)	
					miliardi	%	miliardi	%		miliardi	%	(3)	(4)
1980	390.432	....	37.018	34.015	29.219	16,4	63.234	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	72.799	69.133	31.604	13,4	100.737	20,9	18,5	89.810	19,9	16,5	99,5
1983	631.575	15,9	88.260	85.197	35.432	13,2	120.629	20,7	19,1	111.545	20,6	17,7	103,8
1984 (6)	720.682	14,1	95.695	91.708	48.325	15,6	140.033	19,7	19,4	129.287	19,7	17,9	109,0
1985	805.754	11,8	110.036	107.281	46.441	12,9	153.722	18,1	19,1	138.280	17,6	17,2	114,9
1986	894.362	11,0	109.557	106.314	45.650	11,4	151.963	15,1	17,0	156.815	16,9	17,5	121,3
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)	971.400	8,6	113.491	106.137	44.507	10,0	150.643	13,0	15,5	154.200	14,2	15,9	127,5
1988 (9)	1.045.000	7,5	103.500	97.000	39.000	8,0	136.000	10,4	13,0	138.000	11,1	13,2	131,7

(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, settembre 1986. — (8) Preconsuntivo. — (9) Scenario programmatico, dicembre 1987.

La manovra di bilancio per il 1988

La manovra di bilancio per il 1988 impostata alla fine di settembre dal Governo e descritta in un apposito riquadro nel Bollettino n.9 ha subito notevoli modificazioni nel corso dell'iter parlamentare del disegno di legge finanziaria. Una significativa correzione della manovra veniva proposta dal Governo in novembre e recepita, con alcune variazioni, nel testo del disegno di legge finanziaria approvato il 6 dicembre dal Senato; ulteriori modifiche caratterizzano il testo approvato il 7 febbraio dalla Camera.

Nell'iter parlamentare sono state inoltre introdotte nel disegno di legge finanziaria le disposizioni in materia fiscale previste in uno dei provvedimenti di accompagnamento; tra gli interventi rimasti oggetto di provvedimenti separati vi sono le norme riguardanti il trattamento di Cassa integrazione guadagni (che mirano a un maggior controllo delle erogazioni) e quelle in materia di rivalutazione dei cespiti di impresa.

Le principali variazioni proposte dal Governo — In data 10 novembre il Governo presentava al Senato un complesso di emendamenti miranti a ridurre ulteriormente il fabbisogno finanziario del settore statale di circa 6.000 miliardi (comprensivi di un risparmio sulla spesa per interessi valutato in 500 miliardi); secondo le stime del Governo la nuova versione della manovra di bilancio avrebbe permesso di contenere tale aggregato per il 1988 in 103.500 miliardi. L'obiettivo annunciato dal Governo era comunque quello di ricondurre il fabbisogno intorno ai 100.000 miliardi mediante ulteriori provvedimenti da perfezionare in corso d'anno.

Nel settore tributario veniva rimandata al 1989 la modifica delle aliquote e dei limiti degli scaglioni (confermando però le maggiori detrazioni per il coniuge a carico e quelle spettanti ai lavoratori dipendenti) con una minore perdita di gettito, rispetto alla manovra impostata a settembre, valutata ufficialmente in 3.800 miliardi. Veniva contemporaneamente accantonata la proposta di aumento di alcune aliquote dell'IVA (che avrebbe assicurato un maggior gettito nel 1988 per circa 3.000 miliardi).

Nell'area dei contributi sociali e della previdenza veniva accantonato il provvedimento di ulteriore fiscalizzazione degli oneri sociali a carico delle imprese, che avrebbe implicato un onere aggiuntivo per le finanze pubbliche di circa 1.000 miliardi. Ad aumento della spesa per 550 miliardi operava l'anticipazione al 1° gennaio 1988 della introduzione del nuovo "assegno per il nucleo familiare".

Nel settore della sanità veniva stabilito l'aumento della quota fissa dovuta dagli assistiti sulle ricette; per il 1988 non venivano inoltre concessi aumenti di prezzo dei farmaci compresi nel Prontuario terapeutico nazionale

(l'insieme di queste misure avrebbe dovuto assicurare ulteriori riduzioni di spesa per 850 miliardi).

· Veniva inoltre conseguito un ulteriore contenimento del fabbisogno finanziario del Tesoro per un importo di 3.000 miliardi mediante una equivalente riduzione dei finanziamenti previsti all'ENEL e alle società concessionarie di telecomunicazioni da parte della Cassa Depositi e Prestiti.

In occasione del successivo rinvio del Governo alle Camere veniva inoltre stabilito di presentare nel mese di luglio 1988 un provvedimento legislativo per la riduzione del 2 per cento su base annua dell'Irpef per il 1988, peraltro a condizione che nel mese precedente il tasso tendenziale di inflazione non fosse risultato superiore al tasso programmato del 4,5 per cento. Gli sgravi erano inoltre condizionati (mediante il meccanismo dei fondi speciali negativi) all'attuazione di specifici provvedimenti in materia di riduzione di spesa e di modifica del regime forfettario che ne compensassero gli oneri sul bilancio dello Stato (valutati in 900 miliardi per il 1988 e in 600 per il 1989). A tal fine veniva decisa l'istituzione di una Commissione di alta consulenza al Governo; essa ha in particolare il compito di verificare l'efficienza, la produttività e le possibilità di contenimento della spesa pubblica.

Le principali variazioni alla manovra apportate dal Senato — Il testo del disegno di legge finanziaria approvato dal Senato il 6 dicembre ha sostanzialmente recepito le proposte del Governo apportando alcune correzioni alla manovra.

Nel settore tributario veniva stabilito l'aumento delle tasse sulle concessioni governative, con un maggior gettito previsto in 350 miliardi.

Nel settore dei contributi sociali e della previdenza, venivano in parte posticipati gli aumenti dei contributi sociali dovuti dal settore agricolo, previsti per il 1988, mentre venivano concessi sgravi aggiuntivi in materia di contributi sociali di malattia. Venivano parzialmente modificate le nuove norme in materia di accertamenti per il riconoscimento di invalidità civile (attribuendo alle prefetture precise responsabilità in tale campo) e soprattutto veniva affidato al Ministro della Sanità il compito di definire entro il 31 marzo 1988 una nuova tabella delle invalidità in base ai criteri stabiliti dall'Organizzazione Mondiale della Sanità. Veniva mantenuta la destinazione all'edilizia pubblica dei contributi ex-Gescal (che nella proposta originaria avrebbero dovuto essere attribuiti a un Fondo per il rientro della disoccupazione presso il Ministero del Lavoro). Veniva inoltre inserito uno stanziamento di 1.000 miliardi per ciascun anno del triennio 1988-1990 nel fondo speciale di parte corrente per un futuro intervento volto a concedere benefici al settore pensionistico.

Nel settore della sanità il Senato modificava alcune delle disposizioni, introdotte a novembre, volte a contenere i consumi farmaceutici e ad aumentare l'onere a carico degli assistiti. In particolare, le norme vigenti in materia di partecipazione degli assistiti erano mantenute unicamente per una lista di farmaci essenziali che il Governo avrebbe dovuto individuare entro 4 mesi su parere della Commissione consultiva unica del farmaco. I rimanenti farmaci previsti dal Prontuario terapeutico nazionale (contestualmente rivisto) venivano gravati di una quota di compartecipazione a carico degli assistiti pari al 33 per cento del prezzo al pubblico.

La Commissione Bilancio del Senato introduceva inoltre negli articoli 1 e 2 del disegno di legge finanziaria un complesso di disposizioni volte a introdurre un controllo più stringente della dinamica della spesa e a garantire il rispetto di criteri in tema di copertura di bilancio già fissati dalla legge istitutiva della legge finanziaria (legge n. 468/1978), ma non ancora compiutamente attuati. Le norme introdotte riguardavano: le procedure di valutazione degli oneri conseguenti a iniziative legislative, alcuni aspetti di programmazione e controllo finanziario e la definizione puntuale delle varie alternative di corretta copertura finanziaria.

Le principali variazioni alla manovra apportate dalla Camera — Il disegno di legge finanziaria è stato ulteriormente modificato dalla Camera il 7 febbraio; rispetto alla versione approvata dal Senato, è da notare come le norme approvate siano complessivamente meno incisive rispetto alle disposizioni approvate dal Senato. Vanno altresì prospettate talune incertezze riguardanti specifici aspetti della manovra, che derivano dall'entrata in vigore di provvedimenti emanati dal Governo facendo ricorso alla decretazione d'urgenza, ma non accolti (o recepiti solo parzialmente) nel disegno di legge approvato dalla Camera.

Nel settore tributario e dei contributi sociali, non sono state approvate dalla Camera le disposizioni che stabiliscono l'aumento dal 25 al 30 per cento della ritenuta sugli interessi bancari e postali e dell'importo dei due versamenti di acconto per il 1988 (dal 100 al 120 per cento delle ritenute complessivamente versate per il periodo di imposta precedente). Tali norme sono tuttavia entrate in vigore con il DL 29 dicembre 1987 n. 533 e reiterate con il DL 13 gennaio 1988 n. 3. Qualora rimanessero in vigore, esse assicurerebbero entrate stimate ufficialmente in circa 2.500 miliardi. Vengono stabiliti aumenti di alcune imposte indirette che dovrebbero assicurare un maggior gettito per circa 700 miliardi. Viene inoltre stabilita la revisione annuale della struttura dell'Irpef, a partire dal 1989, qualora il tasso di inflazione superi il 4 per cento.

Nel settore previdenziale non sono state approvate le nuove norme volte al maggior controllo delle erogazioni

in quest'area e che riguardavano: l'accertamento per il riconoscimento di invalidità civile; il controllo triennale della permanenza dei requisiti richiesti dai beneficiari; la ridefinizione della tabella delle invalidità. E' stato inoltre stabilito che, con decorrenza 1° gennaio 1988, la parte di retribuzione che supera il limite pensionabile (attualmente pari a quasi 39 milioni) concorra alla determinazione della misura delle pensioni a carico dell'assicurazione generale obbligatoria secondo coefficienti correlati inversamente a tale eccedenza. Un'ulteriore disposizione modifica, a partire dal 1989, il metodo di aggancio delle pensioni alla dinamica salariale: sulla base della normativa preesistente, si faceva riferimento alle retribuzioni minime contrattuali degli operai dell'industria; sulla base della nuova normativa, le pensioni verranno collegate alle retribuzioni medie contrattuali di tutti i dipendenti privati e pubblici. Viene stabilito che parte dei contributi ex-Gescal, per un importo di 1.250 miliardi nel 1988 e di 1.000 miliardi negli anni successivi siano attribuiti all'entrata del bilancio dello Stato. Viene stabilita la proroga della normativa in materia di pensionamento anticipato in particolari settori fino al 31 dicembre 1988 con un onere valutato ufficialmente in 350 miliardi. L'accantonamento stabilito dal Senato per la copertura finanziaria di nuove norme in materia di miglioramenti pensionistici è stato sostituito con un accantonamento di, rispettivamente, 500, 1.000 e 1.500 miliardi per gli anni 1988, 1989 e 1990 per "l'istituzione del trattamento di minimo vitale" e con un accantonamento di 500 miliardi per ciascun anno del triennio 1988-1990 per nuove norme in materia di perequazione dei trattamenti pensionistici.

Nel settore della sanità non sono state confermate dalla Camera le norme introdotte dal Senato in materia di partecipazione degli assistiti mentre è stato ristabilito l'aumento da 1.000 a 2.000 lire della quota fissa dovuta sulle ricette. Non sono state inoltre confermate le norme volte a ridurre i posti letto sottoutilizzati degli ospedali pubblici; tali disposizioni sono tuttavia entrate in vigore con il DL 8 gennaio 1988 n. 27 emanato dal Governo.

Ulteriori interventi riguardano l'occupazione e la difesa ambientale. Viene autorizzata la spesa fino a un limite di 500 miliardi per ciascuno degli anni 1988, 1989 e 1990 per il finanziamento di iniziative locali nel Mezzogiorno che comportino l'impiego a tempo parziale di giovani disoccupati. Viene stabilito un accantonamento per 740 miliardi volto alla copertura finanziaria di un successivo provvedimento legislativo riguardante l'istituzione del Fondo per il rientro della disoccupazione. Si noti che nella manovra finanziaria formulata a settembre a tale Fondo era attribuito l'intero importo dei contributi ex Gescal. E' stata altresì autorizzata per l'anno 1988 la spesa di 870 miliardi per un programma di interventi urgenti per la salvaguardia ambientale.

La proposta di legge finanziaria ha subito modificazioni che ne attenuano l'originario rigore e ne prolungano l'*iter* (vedi riquadro). Il mantenimento degli obiettivi fissati con la «finanziaria bis» richiede interventi di ricupero della manovra di bilancio. In assenza di ciò, il fabbisogno del settore statale si allontanerà dalle previsioni inizialmente formulate per un ammontare al momento non facilmente quantificabile, ma che si profila non minore dello sconfinamento avutosi nel 1987 rispetto all'obiettivo iniziale. Il collocamento sul mercato di un quantitativo netto significativamente maggiore di titoli di Stato influenzerebbe il livello dei tassi d'interesse, provocando effetti di freno sulla produzione e sugli investimenti.

Anche se nel più breve periodo gli andamenti prevalsi nell'anno passato potranno continuare, rendendo per qualche tempo meno evidente il deterioramento della situazione, l'economia italiana risente, nelle sue capacità di sviluppo e di tenuta della stabilità monetaria, delle condizioni problematiche in cui versano i conti dello Stato. Il nostro sistema economico è particolarmente vulnerabile, come mostrano anche gli episodi critici degli ultimi anni, legati, sia sul piano finanziario sia su quello reale, agli squilibri della finanza pubblica.

Terminato l'*iter* della legge finanziaria e divenuto così possibile quantificarne gli effetti sul fabbisogno statale, sarà necessario un riesame del quadro reale e finanziario per verificarne le compatibilità.

Note

La riforma del bilancio comunitario

1. Introduzione

L'esigenza di una riforma del bilancio comunitario è resa prioritaria dai problemi posti dall'obiettivo del completamento del mercato interno entro il 1992, delineato nel Libro Bianco, e dal recente ampliamento della Comunità europea. Poiché sussistono, a fronte dei progressi compiuti nella convergenza macroeconomica, ampie differenze strutturali fra le economie dei paesi membri, è presumibile che i vantaggi dell'integrazione dei mercati si distribuiscano in maniera non uniforme tra di essi. E' quindi necessario disporre di uno strumento, il bilancio, che svolga tali funzioni redistributive, concorrendo attraverso interventi specifici a correggere gli squilibri strutturali esistenti.

2. La situazione attuale del bilancio

Da diversi anni la Comunità incontra crescenti difficoltà ad assicurare la copertura finanziaria delle spese; queste difficoltà derivano, in ampia misura, dai meccanismi e dagli effetti economici della politica agricola comune (PAC).

2.1 Entrate

Il principale canale di finanziamento del bilancio comunitario è costituito dalle «risorse proprie». Esse comprendono: 1) i proventi dei prelievi sulle importazioni di prodotti agricoli dai paesi terzi e i contributi al bilancio sulle produzioni di zucchero che eccedono la quota su cui opera la garanzia di prezzo; 2) i dazi doganali

esterni; 3) una percentuale dell'imponibile IVA (attualmente dell'1,4 per cento), calcolato per ogni paese membro sulla base di criteri armonizzati. Le risorse provenienti dall'IVA costituiscono la voce principale delle entrate: attualmente esse ricoprono circa i due terzi del totale.

Le risorse proprie tradizionali (i primi due canali elencati) hanno subito una progressiva contrazione, per effetto delle riduzioni concordate internazionalmente dei dazi sulle importazioni e, soprattutto, della crescente autosufficienza agricola della Comunità, favorita dalla PAC. Il loro peso, sul totale delle entrate di bilancio, è diminuito da valori prossimi al 50 per cento all'inizio del decennio al 33 per cento nel 1987 (tav. 1). Secondo le stime della Commissione, nel periodo 1980-87, le risorse tradizionali pro-capite sono diminuite, in termini reali, del 2,6 per cento.

Al contempo, a partire dal 1982 la base imponibile IVA è cresciuta a un ritmo inferiore a quello dell'attività economica della Comunità, in quanto è diminuita, di circa mezzo punto percentuale, la quota dei consumi nel PNL (tav. 2).

L'erosione delle fonti primarie di finanziamento del bilancio ha già condotto a un aumento dell'aliquota IVA nel 1986, dall'1 all'1,4 per cento della base imponibile armonizzata; ciononostante, le entrate risultano insufficienti ad assicurare la copertura delle spese nell'esercizio 1988.

2.2 Spese

Il sistema di prezzi amministrati di cui si avvale la PAC ha favorito il formarsi di ampie eccedenze, con un corrispondente aumento sia delle

Tav. 1

Rapporti caratteristici del bilancio CEE e del finanziamento della PAC

(composizione percentuale e milioni di unità di conto) (1)

RAPPORTI	1975	1978	1981	1984	1985	1986	1987
Entrate							
Prelievi su importazioni agricole Risorse proprie	7,3	13,8	7,2	5,1	4,3	3,6	5,0
Contributi zucchero Risorse proprie	1,4	3,1	2,8	4,7	4,1	3,4	4,1
Dazi doganali Risorse proprie	51,9	39,5	36,6	32,0	31,9	24,8	23,8
IVA + Contributi finanziari Risorse proprie	39,3	43,6	53,4	58,2	59,8	68,2	67,1
Spese							
FEOGA - Garanzia Risorse proprie	72,4	71,0	66,3	73,7	76,7	67,5	65,1
Politiche strutturali Risorse proprie	12,7	12,6	18,6	14,9	15,8	18,9	18,7
Ricerca, energia, industria Risorse proprie	2,2	2,4	1,8	2,9	2,7	2,3	2,7
Risorse proprie (mn. u.c.)	5.992	12.227	17.479	24.880	26.081	32.926	35.245
(in % del PIL comunitario) (2)	0,53	0,76	0,77	0,87	0,84	0,93	0,96

Fonte: CEE.

(1) Fino al 1977 milioni di unità di conto di bilancio, dal 1978 al 1980 milioni di UCE e dal 1981 al 1987 milioni di ECU. — (2) Il PIL comunitario è riferito a 9 paesi per il periodo 1975-78; a 10 paesi per il periodo 1981-85; a 12 paesi per il biennio 1986-87.

restituzioni all'esportazione sia degli stanziamenti per l'intervento e l'ammasso nei settori di sovrapproduzione. Negli anni '80, le spese per il FEOGA-Garanzia hanno assorbito, in media, quasi il 70 per cento delle risorse proprie della Comunità: ciò ha impedito un'azione significativa attraverso le politiche strutturali e gli interventi nei settori dell'industria e della ricerca. L'esistenza di ingenti giacenze di prodotti agricoli costituisce, inoltre, una pesante ipoteca sui bilanci futuri, dato l'elevato costo di smaltimento.

Il tentativo, da parte del Consiglio europeo, di contenere l'incremento della spesa agricola al di sotto di quello delle risorse proprie (la cosiddetta «disciplina di bilancio») ha avuto finora scarso successo a causa, soprattutto, del carattere pressoché automatico dei meccanismi della PAC. La quota delle erogazioni del FEOGA-Garanzia sul totale delle risorse proprie è risultata in continuo aumento nella prima metà degli anni '80, raggiun-

gendo il 76,7 per cento nel 1985. Nel biennio successivo si è avuta una inversione di tendenza, peraltro interamente dovuta all'aumento del denominatore del rapporto (le risorse proprie), in seguito all'ampliamento della Comunità a Spagna e Portogallo e all'innalzamento dell'aliquota IVA (tav. 1).

Per contro, negli ultimi due anni, le spese destinate alle politiche strutturali e agli interventi nel campo dell'energia e dell'industria hanno assorbito, nel complesso, poco più del 20 per cento del totale delle risorse proprie, percentuale non dissimile da quella registrata all'inizio del decennio.

Gli andamenti descritti delle principali poste di bilancio hanno dato luogo, già da alcuni anni, a notevoli difficoltà finanziarie. Nel 1984 e nel 1985, per far fronte agli obblighi giuridici di spesa, sono stati necessari contributi straordinari non rimborsabili da parte degli Stati membri; nel

biennio successivo, si è fatto ricorso a una copertura incompleta delle spese e al riporto agli esercizi successivi dei disavanzi di bilancio.

Tav. 2

Quota dei consumi delle famiglie nel PNL
(valori percentuali; aggregati a prezzi correnti)

PAESI	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Germania federale .	62,0	63,1	63,1	62,8	62,5	62,0
Francia.....	62,3	63,9	64,1	64,5	64,2	64,7
Regno Unito	59,4	59,8	60,4	60,3	60,6	59,9
Italia	60,9	61,3	61,7	61,3	61,3	61,6
Belgio	63,4	66,2	66,1	65,8	65,9	65,8
Lussemburgo	47,5	47,7	42,9	41,8	41,0	39,4
Paesi Bassi	61,3	60,6	60,2	60,2	58,9	58,8
Danimarca	56,9	57,3	56,8	56,2	56,5	56,5
Irlanda	68,4	68,8	64,4	64,7	64,3	64,3
Spagna	66,9	68,4	68,2	67,7	66,0	65,1
Portogallo	68,8	71,7	72,3	72,6	74,5	70,7
Grecia	61,7	64,6	64,9	65,0	64,4	66,1
Totale CEE . . .	61,7	62,7	62,8	62,6	62,4	62,2

Fonte: Eurostat.

Inoltre, con il recente ampliamento della Comunità, lo stesso sistema delle risorse proprie incentrato sull'IVA si è dimostrato meno adeguato anche dal punto di vista dell'equità contributiva: esso, infatti, penalizza i paesi di più recente adesione, caratterizzati da aliquote IVA e propensioni al consumo superiori rispetto alla media comunitaria (tav. 2).

3. La proposta della Commissione

Il ristabilimento dell'equilibrio finanziario, delle condizioni per un'azione più incisiva sul fronte delle politiche non agricole e di una maggiore equità fiscale fra gli Stati membri è alla base del progetto di riforma delle finanze comunitarie pubblicato dalla Commissione nel marzo 1987: tale progetto prevedeva una revisione del sistema delle risorse proprie e delle politiche strutturali e la fissazione di nuovi criteri per la «disciplina di bilancio».

3.1 Risorse proprie

La Commissione proponeva l'inclusione, tra le entrate, dei diritti doganali sui prodotti compresi nel trattato CECA (attualmente riscossi dai singoli Stati); la soppressione del rimborso del 10 per cento agli Stati membri per le spese di riscossione delle risorse proprie; la riduzione all'1 per cento dell'aliquota IVA e l'introduzione di una quarta risorsa, commisurata alla differenza fra il PNL di ciascuno Stato e il suo imponibile IVA armonizzato. Tale risorsa è stata definita come «complementare», in quanto l'aliquota, la stessa per tutti i paesi, dovrebbe variare di anno in anno in modo da assicurare che il totale delle risorse proprie in rapporto al PNL comunitario raggiunga i *plafonds* fissati nell'ambito della disciplina di bilancio (con un incremento graduale dall'1,2 per cento nel 1988 all'1,3 nel 1992).

La quarta risorsa costituiva il perno della proposta di riforma delle entrate: con essa la Commissione si prefiggeva, da un lato, di limitarne l'erosione tendenziale derivante dalla riduzione del peso dell'IVA nel PNL; dall'altro di ripartire più equamente l'onere contributivo fra gli Stati membri. La risorsa complementare era infatti congelata in modo che, se la quota della base imponibile IVA di uno Stato membro sul totale della CEE avesse superato quella del PNL, la quota della risorsa complementare sarebbe risultata inferiore.

3.2 Disciplina di bilancio: criteri generali

Restano validi i criteri stabiliti dal Consiglio europeo nel dicembre del 1984, che prevedono il contenimento del tasso di crescita della spesa agricola al di sotto di quello delle risorse proprie e una progressione delle spese non obbligatorie (le altre politiche comunitarie) non superiore al «tasso massimo» stabilito dal Trattato.

In aggiunta, sono state formulate nuove direttive che la Commissione, il Consiglio e il Parlamento dovrebbero impegnarsi a rispettare, in particolare: l'applicazione generalizzata della disciplina di bilancio sia agli impegni sia ai pagamenti; la fissazione di *plafonds* annuali per le risorse proprie (come già ricordato, con un aumento graduale dall'1,2 per cento del PNL comunitario nel 1988 all'1,3 nel 1992); la redazione di piani finanziari quinquennali, che fungano da

quadro di riferimento per la definizione dei bilanci nei singoli esercizi. Secondo le valutazioni della Commissione, il flusso di entrate programmato, parte delle quali dovrà essere destinata allo smaltimento delle scorte di prodotti agricoli e alla liquidazione degli impegni di pagamento ereditati dagli esercizi precedenti, non darebbe alla Comunità un potenziale di espansione delle spese superiore a quello medio degli anni 1980-87.

3.3 *Disciplina di bilancio nel campo della spesa agricola*

I punti di maggior rilievo concernono l'estensione ad altri settori dei meccanismi stabilizzatori attualmente in vigore per lo zucchero, i prodotti lattiero-caseari e i cereali (1); il passaggio, nell'ambito del FEOGA-Garanzia, dal sistema degli anticipi a quello dei rimborsi ai paesi membri, al fine di garantire un migliore controllo delle spese; la costituzione di una riserva di bilancio per far fronte a circostanze eccezionali di carattere monetario (2). L'introduzione della riserva è volta a favorire una migliore programmazione delle risorse del FEOGA, una maggiore trasparenza dei bilanci e uno snellimento dell'iter procedurale della loro approvazione: essa, infatti, dovrebbe consentire di effettuare una chiara distinzione fra le spese a carattere eccezionale, finanziabili mediante il ricorso alla riserva, e le altre spese di gestione della PAC e di ridurre il ricorso ad eventuali bilanci rettificativi, che si renderebbero necessari solo qualora la riserva stessa risultasse insufficiente a coprire un aggravio di oneri inatteso.

3.4 *Fondi strutturali*

I punti salienti della proposta della Commissione concernono il raddoppio della dotazione dei Fondi (FEOGA-Orientamento, Fondo regionale, Fondo sociale), in termini reali, entro il 1992; la fissazione di cinque obiettivi prioritari, di cui si dirà in seguito; la maggiore flessibilità delle forme di intervento (sovvenzioni e finanziamenti), attraverso il concorso della BEI e degli altri strumenti finanziari della Comunità (Nuovo Strumento Comunitario, Crediti CECA ed Euratom); il miglioramento dell'efficacia dell'azione comunitaria, tramite la definizione di nuove modalità per l'accesso ai Fondi: esse prevedono la sotto-

missione all'approvazione della Commissione di precisi progetti da parte degli Stati membri e il loro inserimento in «quadri comunitari di sostegno» che fissino le priorità di attuazione in base alle esigenze complessive della Comunità. Secondo tale procedura i finanziamenti verrebbero quindi accordati ai singoli progetti e verrebbe abbandonato l'attuale sistema di allocazione dei fondi per quote-paese. Inoltre, la Commissione si propone di svolgere un ruolo più attivo nella fase operativa dei programmi, con attività di sorveglianza e valutazione.

Sono stati indicati come obiettivi prioritari per l'azione dei Fondi il recupero delle regioni in ritardo strutturale, soprattutto attraverso il rilancio degli investimenti produttivi; la riconversione delle regioni industriali in declino; la riduzione della disoccupazione di lunga durata; l'inserimento professionale dei giovani; l'adattamento e lo sviluppo delle zone rurali in base alle esigenze derivanti dalla riforma della PAC. In particolare, in quest'ultimo campo, l'azione comunitaria dovrebbe concentrarsi sulle categorie di produttori il cui reddito risulterà maggiormente colpito da un'eventuale riduzione dei benefici della politica agricola e sulle misure idonee a favorire un più moderno e razionale sfruttamento dei terreni.

Circa i criteri per l'individuazione delle aree suscettibili d'intervento, la Commissione ha proposto di classificare come «regioni in ritardo strutturale» quelle con un PNL pro-capite inferiore al 75 per cento della media comunitaria, più l'Irlanda; la lista di tali regioni verrebbe aggiornata ogni cinque anni. In base al criterio descritto, l'azione dei Fondi riguarderebbe almeno il 20 per cento della popolazione comunitaria. Verrebbero identificate come «regioni industriali in declino» quelle caratterizzate dalla compresenza di un elevato tasso di disoccupazione e di gravi problemi industriali; secondo le valutazioni della Commissione, dovrebbe ricadere in quest'ambito circa il 15 per cento della popolazione comunitaria.

Al fine di garantire l'efficacia dell'azione rivolta al recupero delle aree in ritardo strutturale, la Commissione stima come necessari singoli interventi non inferiori al 2 per cento del PNL di ciascuna regione (la cosiddetta «massa critica»): complessivamente, ciò assorbirebbe le risorse del bilancio in misura dello 0,3 per cento del PNL comunitario in ciascun anno.

4. Il negoziato e il compromesso finale

La proposta di riforma del bilancio è stata oggetto di un complesso negoziato fra gli Stati membri, culminato nel Consiglio europeo di Bruxelles dell'11-12 febbraio 1988, nell'ambito del quale è stato raggiunto un accordo che differisce, per alcuni aspetti, dalla proposta originaria della Commissione. Nei paragrafi che seguono si avanzano alcune valutazioni sui principali punti emersi come controversi nel corso del negoziato e si illustrano brevemente le caratteristiche dell'accordo raggiunto.

4.1 Risorse proprie

La riforma delle entrate ha suscitato le maggiori obiezioni da parte degli Stati membri. Le autorità italiane erano preoccupate per l'onere addizionale che sarebbe venuto a gravare sul nostro paese con l'introduzione della nuova risorsa commisurata alla differenza tra il PNL e la base imponibile IVA; altri paesi hanno espresso dubbi sull'affidabilità dei dati relativi al PNL; altri ancora hanno contestato che fosse in atto un'erosione delle risorse provenienti dall'IVA o che, pur se verificatasi in passato, essa dovesse considerarsi un fenomeno permanente e, in base a tale considerazione, hanno ritenuto non necessaria l'introduzione della quarta risorsa.

Tuttavia, le motivazioni addotte dalla Commissione per la modifica delle risorse proprie sono apparse ampiamente condivisibili sul piano tecnico. L'adozione della quarta risorsa offre una garanzia di maggiore stabilità delle entrate comunitarie: tale risorsa, il cui ammontare, secondo la proposta originaria della Commissione, sarebbe stato determinato per differenza fra il totale delle entrate provenienti dalle risorse tradizionali e dall'IVA all'1 per cento e il *plafond* per le risorse proprie fissato nell'ambito della disciplina di bilancio, garantisce, infatti, la copertura automatica del fabbisogno previsto per ciascun esercizio. Per contro, nel caso in cui, come nel sistema attuale, la copertura dovesse essere assicurata anno per anno attraverso un aumento dell'aliquota IVA, si renderebbero necessari un più lungo *iter* procedurale e un'apposita delibera da parte degli organi competenti della Comunità. In secondo luogo, l'argomentazione relativa alla minore affidabilità

dei dati sul PNL rispetto a quelli sulla base imponibile IVA non sembra pienamente fondata. Innanzitutto va ricordato che, nel sistema attuale, in sede di bilancio preventivo, non essendo disponibili i dati sul gettito effettivo dell'IVA, la base imponibile IVA di ciascuno Stato viene stimata utilizzando un'aliquota media ponderata derivata dai dati di contabilità nazionale sui consumi delle famiglie. Solo negli anni successivi vengono effettuate compensazioni del contributo degli Stati per tener conto della differenza fra l'imponibile stimato e l'effettivo gettito IVA. Inoltre, quest'ultimo può non riflettere a pieno la capacità contributiva di ciascun paese, a causa del fenomeno dell'evasione.

Per contro, appare giustificata la richiesta da parte di alcuni Stati, fra cui l'Italia, di garantire la comparabilità dei dati sul PNL fra tutti i paesi aderenti alla Comunità, con riguardo sia alle metodologie di elaborazione della contabilità nazionale che alle modalità di rilevazione dell'economia «sommersa».

Un'ulteriore obiezione avanzata all'introduzione della quarta risorsa riguarda la salvaguardia del principio dell'equità contributiva. Come si è già detto, proponendo di adottare come base per il calcolo dei contributi relativi a tale risorsa la differenza tra il PNL e la base IVA di ciascuno Stato, la Commissione intendeva correggere lo svantaggio relativo di cui soffrono, nell'attuale sistema, quei paesi per i quali la quota dell'imponibile IVA rispetto al reddito è più elevata della media comunitaria. Al riguardo si può osservare che, qualora l'ammontare complessivo della quarta risorsa dovesse superare quello degli introiti provenienti dall'IVA (ciò potrebbe risultare dall'aumento del *plafond* per le risorse proprie in rapporto al PNL comunitario), il nuovo sistema, contrariamente agli intenti perequativi della Commissione, avrebbe discriminato quei paesi, fra cui l'Italia, per i quali il rapporto tra l'imponibile IVA e il PNL è inferiore alla media comunitaria. Nel corso del Consiglio europeo di Copenhagen del dicembre dello scorso anno è stata avanzata, dalla stessa Commissione, un'ipotesi di compromesso che consiste nell'adottare il solo PNL come base di riferimento per la quarta risorsa.

Infine, si può osservare che il PNL, o una variabile di scala ad esso paragonabile, come la differenza fra questo e la base IVA, fornisce una mi-

sura della grandezza assoluta delle diverse economie, ma non del loro benessere. In alternativa, si sarebbe potuto prevedere per il calcolo dei contributi relativi alla quarta risorsa un meccanismo correttivo che comportasse un onere proporzionalmente maggiore (e risultasse, cioè, progressivo) per i paesi con reddito pro-capite più elevato (3).

L'accordo raggiunto a Bruxelles prevede il mantenimento dell'aliquota IVA all'attuale 1,4 per cento e l'introduzione di una quarta risorsa basata sul solo PNL: è stata, quindi, accolta l'obiezione dell'Italia circa l'eccessiva onerosità per il nostro paese di una nuova risorsa commisurata alla differenza fra il PNL e la base IVA. Inoltre, al fine di correggere lo svantaggio relativo dei paesi per i quali il rapporto fra la base IVA e il PNL è più elevato della media comunitaria, è stato imposto a tale rapporto un limite superiore pari al 55 per cento, in funzione del calcolo dei contributi relativi alla terza risorsa. Nel 1988, beneficeranno di tale correttivo la Grecia, l'Irlanda, il Lussemburgo, il Portogallo e il Regno Unito.

4.2 *Simulazioni del contributo finanziario degli Stati membri*

Allo scopo di fornire elementi di confronto più puntuali fra la proposta di riforma delle entrate avanzata dalla Commissione e le principali ipotesi alternative emerse nel corso del negoziato, sono state effettuate, con riferimento all'esercizio 1987, alcune simulazioni del contributo dei paesi in base a diversi criteri di finanziamento (4).

In particolare, sono state esaminate le seguenti ipotesi: 1) il sistema attuale; 2) la proposta originaria della Commissione; 3) un sistema analogo a quello proposto dalla Commissione ma con aliquote della quarta risorsa differenziate fra gli Stati e proporzionali al loro PNL pro-capite; 4) un sistema analogo a quello proposto dalla Commissione ma con base imponibile per la quarta risorsa costituita dal solo PNL anziché dalla differenza fra quest'ultimo e la base IVA; 5) il sistema attuale con innalzamento dell'aliquota IVA all'1,6 per cento; 6) un caso analogo al precedente ma con l'inclusione nelle entrate dei dazi doganali CECA e del mancato rimborso agli Stati membri del 10 per cento delle spese di riscossione delle risorse proprie (5).

E' opportuno precisare che le cifre presentate forniscono solo un'indicazione dell'ordine di grandezza dei contributi degli Stati membri nelle diverse ipotesi di finanziamento e non possono in alcun caso essere considerate come previsioni degli esborsi effettivi. Inoltre, nell'effettuare i confronti, si deve tener conto del fatto che, nelle ipotesi 5 e 6, che contemplano un aumento dell'aliquota IVA, il totale delle entrate di bilancio risulta superiore a quello delle prime quattro ipotesi considerate.

In sintesi, i risultati delle simulazioni per il 1987, riportati nella tavola 3, indicano che, rispetto al regime attuale, i casi 5 e 6 comportano una lieve riduzione del contributo percentuale dell'Italia; esso risulta invece superiore in tutti gli altri casi. L'ipotesi più sfavorevole per il nostro paese è rappresentata dalla proposta originaria della Commissione (caso 2), in base alla quale il nostro contributo relativo al bilancio salirebbe dall'attuale 13,8 per cento al 14,2.

In base all'accordo raggiunto a Bruxelles, l'onere addizionale per il nostro paese, rispetto al sistema attuale, ammonterebbe, nel 1988, a circa 190 milioni di ECU.

4.3 *Disciplina di bilancio nel campo della spesa agricola*

Anche questo aspetto della riforma è stato oggetto di particolari controversie fra i paesi membri. Specificamente, ad esempio, circa la proposta di estendere i meccanismi stabilizzatori attualmente in vigore per lo zucchero, i prodotti lattiero-caseari e i cereali, particolare importanza ha rivestito l'insistenza da parte di alcuni paesi sulla necessità di modulare il sistema di quote e di soglie di garanzia in relazione al grado di autosufficienza agricola raggiunto, nei singoli comparti agricoli, da ciascuno Stato. Il compromesso raggiunto prevede la fissazione di quote di produzione per i cereali, i semi oleosi e i prodotti proteici e riduzioni dei prezzi d'intervento nel caso di superamento dei quantitativi garantiti.

Circa la costituzione di una riserva di bilancio per far fronte ad evoluzioni sfavorevoli della parità ECU/dollaro, alcuni paesi, tra cui l'Italia, sono apparsi maggiormente inclini all'adozione di una soluzione alternativa formulata dal Consiglio

Tav. 3

Contributo dei paesi membri nelle diverse ipotesi di finanziamento del bilancio: 1987

PAESI	Sistema attuale		Proposta della Commissione		Proposta della Commissione con aliquote per la IV risorsa proporzionali ai PNL pro-capite		Proposta della Commissione con imponibile per la IV risorsa costituito dal solo PNL		Sistema attuale con aliquota IVA = 1,6%		Sistema attuale con aliquota IVA = 1,6%, dazi CECA e rimborso del 10%	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Belgio	1.631,2	4,5	1.704,6	4,7	1.703,8	4,7	1.692,7	4,7	1.820,6	4,3	1.916,4	4,4
Danimarca	809,4	2,2	839,7	2,3	862,4	2,4	833,4	2,3	948,2	2,2	992,1	2,3
Germania federale	9.464,6	26,3	9.334,2	25,9	9.545,1	26,5	9.321,9	25,9	10.994,6	25,8	11.387,0	25,9
Grecia	474,7	1,3	430,7	1,2	411,6	1,1	436,7	1,2	532,6	1,3	549,6	1,2
Spagna	3.023,1	8,4	2.881,0	8,0	2.783,4	7,7	2.888,4	8,0	3.328,6	7,8	3.458,1	7,9
Francia	6.904,5	19,2	6.746,7	18,7	6.800,7	18,9	6.747,5	18,7	8.201,9	19,3	8.389,8	19,1
Irlanda	404,6	1,1	379,5	1,1	373,9	1,0	386,7	1,1	441,2	1,0	461,5	1,0
Italia	4.974,5	13,8	5.114,5	14,2	5.054,2	14,0	5.006,2	13,9	5.848,2	13,7	6.020,0	13,7
Lussemburgo	66,6	0,2	62,0	0,2	65,1	0,2	63,2	0,2	83,0	0,2	83,6	0,2
Paesi Bassi	2.279,6	6,3	2.343,3	6,5	2.345,1	6,5	2.333,0	6,5	2.575,1	6,1	2.694,9	6,1
Portogallo	384,9	1,1	252,0	0,7	213,3	0,6	226,9	0,6	178,7	0,4	200,6	0,5
Regno Unito	5.622,3	15,6	5.951,4	16,5	5.881,4	16,3	6.103,2	16,9	7.590,7	17,8	7.875,8	17,9
Totale CEE . . .	36.039,8	100,0	36.039,8	100,0	36.039,8	100,0	36.039,8	100,0	42.543,6	100,0	44.029,4	100,0

Fonte: Elaborazione su dati CEE.

(1) Milioni di ECU. — (2) Percentuali del totale CEE.

in seguito all'emergere di numerosi dissensi nei confronti dell'originaria proposta della Commissione. Tale soluzione estendeva la casistica degli interventi anche a circostanze eccezionali di carattere non monetario e prevedeva, in luogo della costituzione di una specifica riserva, il ricorso a bilanci rettificativi che modificassero l'ammontare degli stanziamenti originariamente previsti per il FEOGA. Ciò avrebbe richiesto correzioni di segno opposto negli esercizi di bilancio successivi, al fine di garantire il rispetto degli orientamenti fissati per il settore agricolo nell'arco di un triennio. L'accordo raggiunto a Bruxelles adotta, su questo punto, l'ipotesi originaria della Commissione: è stata, pertanto, istituita una riserva autonoma di bilancio dell'ammontare iniziale di 1 miliardo di ECU.

Infine, circa il passaggio dal sistema degli anticipi a quello dei rimborsi nell'ambito del FEOGA, diversi paesi, tra cui l'Italia, avevano ritenuto che esso potesse essere accettato solo come

misura a carattere temporaneo e che si dovesse tornare al sistema attuale una volta risolte le difficoltà del bilancio. Il sistema degli anticipi viene infatti giudicato superiore a quello dei rimborsi dal punto di vista dell'efficienza amministrativa e ugualmente suscettibile di controlli *ex-post*, con la possibilità di operare una compensazione degli eventuali esborsi non dovuti tramite una riduzione degli anticipi nei mesi successivi. Tale giudizio è prevalso, infine, in seno al Consiglio europeo di Bruxelles, che ha deliberato a favore del mantenimento dell'attuale sistema degli anticipi, con un prolungamento dei termini previsti per i pagamenti della Commissione agli Stati membri.

4.4 Fondi strutturali

Va sottolineato lo sforzo compiuto dalla Commissione in direzione della semplificazione operativa e della maggiore coerenza applicativa degli interventi, attraverso la proposta di abbandonare

l'attuale meccanismo di allocazione dei fondi per quote-paese a favore di un sistema di sovvenzioni per scopi specifici. Dal punto di vista dell'efficacia, quest'ultimo sistema appare tecnicamente superiore: infatti, se lo scopo dei Fondi deve essere quello di fornire un incentivo a che la regione o lo Stato attribuiscono una maggiore priorità alle politiche rivolte allo sviluppo del potenziale produttivo, è opportuno che l'aiuto comunitario vada a sommarsi ai programmi di spesa del governo di livello inferiore (nazionale) e sia abbastanza ampio da determinarne un significativo ampliamento; inoltre, l'esperienza, anche all'interno della Comunità, ha dimostrato che le sovvenzioni distribuite con il criterio delle quote si dimostrano fungibili per altre utilizzazioni, compromettendo l'effetto di additività desiderato per la categoria di spesa in questione (6).

Le maggiori obiezioni da parte dei paesi si sono incentrate sui criteri per la determinazione delle aree oggetto dell'intervento comunitario. In particolare, l'Italia ha criticato l'esclusione dalle regioni in ritardo di Lazio, Marche e Abruzzi, alcune aree delle quali sono comprese nella definizione di Mezzogiorno.

Inoltre, l'Italia non ha concordato pienamente con la discrezionalità di cui disporrebbe la Commissione per la valutazione delle zone in declino industriale e con l'uso del tasso di disoccupazione e della presenza di gravi problemi industriali come unici parametri per l'individuazione di tali aree: a tal fine è stata suggerita l'introduzione di criteri aggiuntivi, quale, ad esempio, il reddito pro-capite della regione. Tale proposta è stata accolta dal Consiglio europeo.

È stato, inoltre, deciso di posticipare al 1993 il raddoppio, in termini reali, della dotazione dei

Fondi; al contempo, è stata istituita una voce di spesa specifica per gli interventi di ammodernamento dell'industria portoghese.

Infine, diversi paesi hanno manifestato perplessità circa i poteri decisionali che assumerebbe la Commissione in materia di programmazione degli interventi strutturali e di capacità di condizionare, attraverso il giudizio di idoneità sui singoli progetti, l'accesso ai Fondi da parte di ciascuno Stato: al riguardo potrebbe risultare opportuna la richiesta, avanzata da alcuni Stati, che le responsabilità in materia vengano correttamente condivise dalle varie istituzioni comunitarie.

(1) Tali meccanismi entrano in vigore qualora le quantità prodotte superino le quote di produzione o le soglie di garanzia prefissate e sono costituiti da limitazioni automatiche all'aumento dei prezzi d'intervento, da riduzioni degli aiuti diretti o da tasse di corresponsabilità.

(2) Una volta costituita, tale riserva sarebbe alimentata con le economie derivanti da variazioni, favorevoli alla CEE, del rapporto di cambio ECU/dollaro e servirebbe a finanziare le eventuali spese supplementari di un'evoluzione delle parità più costosa per la PAC. Un deprezzamento del dollaro rispetto all'ECU comporta, infatti, un aumento delle restituzioni all'esportazione, ossia dei sussidi devoluti dalla Comunità agli agricoltori per rifonderli della differenza fra i prezzi dei prodotti agricoli amministrati in sede CEE, fissati in ECU ad un livello tale da garantire il sostegno dei redditi dei produttori comunitari, e i prezzi mondiali.

(3) Un meccanismo analogo viene ipotizzato nel rapporto «Efficienza, Stabilità ed Equità» del gruppo di lavoro sui problemi dell'integrazione comunitaria presieduto da T. Padoa-Schioppa.

(4) I dati di base degli esercizi effettuati (ammontare delle risorse proprie diverse dall'IVA e dalla quarta risorsa; base imponibile IVA; fabbisogno di finanziamento) sono stati desunti dal bilancio generale della Comunità per l'esercizio 1987, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale delle Comunità europee L. 86 del 30/3/1987. I risultati non tengono quindi conto dei bilanci suppletivi e rettificativi adottati dalla Comunità successivamente a tale data. I dati relativi al PNL degli Stati membri, utilizzati per il calcolo della quarta risorsa, sono quelli stimati dalla Commissione (al 30/10/1987) per il 1987; la cifra indicata per l'Italia tiene conto della revisione dei dati di contabilità nazionale effettuata dall'Istat (tav. I dell'Appendice).

(5) Per un'illustrazione puntuale delle caratteristiche tecniche degli esercizi effettuati, si rimanda all'Appendice.

(6) Argomentazioni simili sono state avanzate nel già menzionato rapporto sui problemi dell'integrazione comunitaria.

APPENDICE

Illustrazione degli esercizi effettuati

Sono state esaminate sei differenti ipotesi circa la struttura delle risorse proprie.

1) *Sistema attuale*

a) l'ammontare complessivo da finanziare con le risorse proprie è quello determinato dalla Commissione in sede di bilancio preventivo, in base alla prevista evoluzione delle uscite;

b) l'ammontare delle risorse proprie tradizionali (diritti su scambi PAC con paesi non membri, contributi zucchero e dazi doganali della tariffa doganale comune) è stimato preventivamente dalla Commissione;

c) l'aliquota uniforme IVA viene determinata come residuo, rapportando il fabbisogno non coperto dalle risorse tradizionali al totale comunitario della base imponibile IVA. Tale aliquota viene ulteriormente corretta tenendo conto del rimborso

al Regno Unito previsto dall'accordo di Fontainebleau. Per ciascuno Stato l'aliquota effettiva risulta, quindi, dal rapporto fra la somma del contributo ad aliquota uniforme e della correzione dovuta ai meccanismi di Fontainebleau e la sua base imponibile IVA.

2) *Sistema contenuto nella proposta di riforma del bilancio elaborata dalla Commissione (Com. (87)100 del 15.2.87, Com.(87)101 del 3.3.87 e Com. (87)420 del 30.7.87)*

a) e b) come sopra;

c) il contributo dei singoli Stati a titolo di IVA è fissato all'1 per cento della base imponibile uniforme;

d) l'ammontare complessivo della risorsa complementare viene calcolato come differenza tra il fabbisogno complessivo e il totale delle entrate

Tav. 1A

Dati di base per il 1987
(milioni di ECU)

PAESI	Contributi zucchero	Prelevi agricoli	Tariffe doganali	Dazi CECA	Rimborso 10%	Base IVA	PNL	PNL pro-capite
Belgio	86,6	272,3	528,9	7,0	88,8	54.490	126.800	12.866
Danimarca	48,3	10,2	230,8	15,0	28,9	38.120	86.000	16.824
Germania federale ..	318,7	204,2	2.661,7	74,0	318,5	479.310	996.200	16.284
Grecia	24,1	21,0	94,4	3,0	14,0	24.570	42.500	4.295
Spagna	54,0	548,0	653,0	4,0	125,5	129.600	255.500	6.656
Francia	386,0	98,6	1.254,1	14,0	173,9	378.640	773.500	14.077
Irlanda	15,7	11,1	166,2	1,0	19,3	15.510	22.500	6.365
Italia	97,6	419,1	911,3	29,0	142,8	259.950	670.800	11.767
Lussemburgo	—	0,2	5,8	—	0,6	4.440	7.600	20.771
Paesi Bassi	100,1	177,8	829,2	9,0	110,7	85.940	189.000	13.103
Portogallo	0,3	47,0	131,4	4,0	17,9	—	32.300	3.201
Regno Unito	87,3	268,9	2.294,7	20,0	265,1	372.240	566.300	10.025
Totale CEE...	1.218,7	2.078,4	9.761,5	180,0	1.305,9	1.842.810	3.769.000	11.731

Fonte: Gazzetta Ufficiale delle Comunità europee L. 86 del 30.3.1987

provenienti da: risorse proprie tradizionali, dazi CECA, IVA all'1 per cento, soppressione del rimborso del 10 per cento agli Stati membri per spese di riscossione delle risorse proprie (quest'ultima voce costituisce, in effetti, una riduzione delle spese e non un aumento delle entrate); va notato che l'accordo raggiunto a Bruxelles l'11 e 12 febbraio 1988 prevede, invece, il mantenimento di tale rimborso;

e) la base imponibile complessiva relativa alla risorsa complementare è costituita dalla differenza fra il PNL e la base imponibile IVA dell'intera Comunità;

f) l'aliquota uniforme da applicare per stabilire il contributo di ciascuno Stato a titolo della risorsa complementare è ottenuta dividendo l'ammontare complessivo della risorsa complementare per la base complementare comunitaria;

g) il contributo di ciascuno Stato a titolo di risorsa complementare è dato dal prodotto fra la sua base complementare (PNL - Base IVA) e l'aliquota uniforme di cui al punto f);

h) le compensazioni sono state calcolate secondo il meccanismo previsto nella originaria proposta di riforma del bilancio: il rimborso al Regno Unito è pari al 50 per cento del saldo netto FEOGA-Garanzia (1); esso viene ripartito fra gli altri Stati, con l'esclusione di Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna, in proporzione alla loro quota nel PNL comunitario corretta col PNL pro-capite; i pagamenti della Germania Federale sono pari al 25 per cento della sua quota normale (cfr. COM (87) 101 def. del 3 marzo 1987) (2). Nel Consiglio europeo di Bruxelles è stato, tuttavia, deliberato il mantenimento del meccanismo di rimborso attualmente in vigore; le compensazioni al Regno Unito verranno, però, ripartite fra gli altri paesi in proporzione al PNL, anziché alla base IVA come previsto nel sistema attuale.

3) *Sistema analogo a quello proposto dalla Commissione, ma con aliquote della quarta risorsa proporzionali al PNL pro-capite di ciascuno Stato*

a), b), c), d), e), come sopra;

f) le aliquote della risorsa complementare sono diverse per ciascuno Stato, in quanto vengono determinate in proporzione al PNL pro-capite.

Per il calcolo delle aliquote è stato utilizzato il seguente sistema di equazioni:

$$X_1 : \text{PNLPRO}_1 = X_2 : \text{PNLPRO}_2$$

$$X_{n-1} : \text{PNLPRO}_{n-1} = X_n : \text{PNLPRO}_n$$

$$X_1 * \text{BASE}_1 + \dots + X_n * \text{BASE}_n = \text{RISCOM}$$

dove: X_i è l'aliquota del paese i

PNLPRO_i è il PNL pro-capite del paese i

BASE_i è la base complementare (PNL - base IVA) del paese i

RISCOM è l'ammontare complessivo della risorsa complementare;

g) il contributo di ciascuno Stato è dato dal prodotto fra la sua base complementare (PNL - base IVA) e la sua aliquota (X_i);

h) come sopra.

4) *Sistema analogo a quello proposto dalla Commissione, ma con base imponibile per la quarta risorsa costituita dal solo PNL anziché dalla differenza tra quest'ultimo e la base IVA di ciascuno Stato*

a), b), c), d) come nel caso 2);

e) la base imponibile complessiva relativa alla quarta risorsa è costituita dal PNL comunitario;

f) come nel caso 2);

g) il contributo di ciascuno Stato a titolo della quarta risorsa è dato dal prodotto fra il suo PNL e l'aliquota uniforme di cui al punto f);

h) come nel caso 2).

5) *Sistema attuale con aliquota IVA all'1,6 per cento*

Il vincolo di cui al punto a) nei casi precedenti non sussiste in questo caso, in quanto, lasciando invariate le entrate provenienti dalle risorse proprie tradizionali e innalzando all'1,6 per cento l'aliquota IVA, il totale delle risorse proprie risulta superiore al fabbisogno indicato dalla Commissione per l'esercizio 1987;

b) come nel caso 1);

c) per ciascuno Stato il contributo a titolo di IVA è stato ottenuto applicando il tasso dell'1,6 per cento alla sua base imponibile uniforme; il meccanismo di compensazione è quello previsto

nella proposta di riforma del bilancio della Commissione;

- 6) *Aliquota IVA all'1,6 per cento e inclusione, fra le risorse proprie, dei dazi doganali CECA e del mancato rimborso agli Stati membri del 10 per cento delle spese di riscossione delle risorse proprie*

Differisce dal caso 5) per l'inclusione, fra le entrate di bilancio, dei dazi doganali CECA e del

mancato rimborso del 10 per cento delle spese di riscossione delle risorse proprie.

(1) Prodotto fra il totale delle spese del FEOGA-Garanzia e la differenza tra la quota del PNL del paese nel PNL comunitario e la quota sul totale delle spese del FEOGA-Garanzia ad esso devolute.

(2) Secondo la proposta di decisione relativa alla correzione degli squilibri di bilancio (Com.(87)600 del 12.11.87) questa voce dovrebbe essere contabilizzata nello stato delle spese come «spesa negativa».

Compensazione straordinaria dei buoni cassa (1)

Motivi del provvedimento

La crescita delle transazioni sul mercato borsistico e il moltiplicarsi di situazioni di indisponibilità dei titoli oggetto delle negoziazioni sono all'origine del rilievo assunto dal fenomeno dei buoni cassa (2).

La Banca d'Italia è intervenuta sia in qualità di organo di Vigilanza, con azioni di richiamo e di «moral suasion» nei confronti delle aziende di credito, sia con provvedimenti finalizzati a disincentivare il ricorso alle procedure di assegnazione da parte degli operatori aderenti alle Stanze di compensazione: aumento dell'importo dei diritti da corrispondere a fronte delle richieste di assegnazione, istituzione di un deposito infruttifero pari al 30 per cento del valore dei titoli non disponibili per la consegna alle Stanze. L'obbligo del deposito infruttifero è stato reso più stringente con la progressiva eliminazione (ottobre 1986, marzo 1987) di causali di esonero.

Questi ultimi provvedimenti, grazie anche alla contrazione delle transazioni e all'andamento prevalentemente flettente del mercato, hanno consentito di frenare la crescita delle assegnazioni, ma non di ridurre il volume e di normalizzare il regolamento delle operazioni.

In relazione a ciò, d'intesa con la CONSOB e previa consultazione con gli organi rappresentativi degli aderenti alle Stanze interessati (ABI, Comitati direttivi degli agenti di cambio, ecc.) è stata avviata una compensazione straordinaria su base consensuale dei titoli rappresentati dai buoni cassa. Lo scopo dell'operazione è stato, oltre che di pervenire a una sensibile riduzione degli impegni di questa specie, in essere anche da epoca remota, quello di ottenere una rilevazione del fenomeno più approfondita di quella offerta dalle statistiche sull'andamento delle assegnazioni. L'intrasferibilità dei buoni cassa tende infatti ad accrescerne il numero e l'ammontare; inoltre non tutti i buoni cassa sono rilevabili per il tramite delle richieste di assegnazione presentate dalle Stanze.

Svolgimento della compensazione straordinaria

La compensazione straordinaria dei buoni cassa presso le Stanze di compensazione ha avuto inizio nel mese di novembre 1987. Agli aderenti è stata data la facoltà di compensare buoni cassa relativi a titoli di qualsiasi specie — anche azioni non aventi godimento regolare — originati da operazioni sia liquidate presso le Stanze sia regolate direttamente tra le parti.

Una prima fase, dal 9 al 23 novembre 1987, è stata destinata all'acquisizione delle partite, alla correzione degli errori e alla determinazione dei saldi. Il regolamento dei saldi, inizialmente previsto in un periodo di circa un mese, dal 24 novembre al 22 dicembre, è stato effettuato con riferimento alle singole specie di titolo, al fine di favorire gli operatori nella consegna dei titoli. Le norme relative alla compensazione straordinaria hanno infatti escluso forme di regolamento diverse da quelle effettive (consegna dei titoli, ovvero addebitamento sui conti della Monte Titoli o della gestione centralizzata della Banca d'Italia).

Alla compensazione straordinaria hanno partecipato il 93 per cento delle aziende di credito e il 42 per cento degli operatori non bancari aderenti alle Stanze.

I buoni cassa trattati hanno riguardato 1.495 specie di titoli di cui 141 relative a titoli di Stato, 446 a obbligazioni e 908 ad azioni (o diritti di opzione); per ben 508 specie di dette azioni si è trattato di titoli non aventi godimento corrente.

(1) A cura del Servizio Anticipazioni, Sconti e Compensazioni.

(2) Buono cassa è il documento rappresentativo dell'impegno assunto da una parte debitrice di consegnare a una parte creditrice un determinato quantitativo di titoli, in esecuzione di negoziazioni (a contante, a termine o a riporto) poste in essere sul mercato secondario, di cui siano venuti a scadenza i termini fissati per il regolamento. Trova quindi giustificazione nell'indisponibilità dei titoli da consegnare (o da trasferire) connessa a motivi esclusivamente tecnici e per loro natura temporanei.

Il rilascio di un buono cassa può trarre origine dal ricorso alla speciale procedura dell'assegnazione presso le Stanze di compensazione, mediante la quale un aderente perviene alla cancellazione o alla riduzione (storno) di un proprio saldo debitore in titoli in contropartita con quello creditore di un altro aderente segnalato dalla Stanza stessa.

Il regolamento dei saldi della compensazione, che ha raggiunto un valore complessivo di 1.419 miliardi, non si è concluso nei tempi previsti. Attualmente risultano ancora da introitare titoli per circa un sesto dell'ammontare complessivo dei saldi; il 50 per cento è costituito da azioni non aventi godimento regolare.

Il procrastinarsi del regolamento dei saldi — ad eccezione di quello dei titoli di Stato, che ha trovato puntuale esecuzione sui conti di deposito della gestione centralizzata — appare riconducibile, come sempre più frequentemente segnalano gli operatori interessati, all'indisponibilità materiale dei titoli, dovuta a ritardi nella consegna da parte delle società emittenti, delle casse incaricate o dei mandatari in occasione di aumenti di capitale, incassi di dividendi, operazioni di frazionamento dei titoli. I problemi si accentuano nel caso di titoli non aventi godimento regolare.

Al fine di far fronte a difficoltà presentatesi nel regolamento di alcuni titoli, si è intervenuti, ove possibile, proponendo e attuando soluzioni operative diverse dalla consegna dei titoli dovuti. Ad esempio, è stata consentita la presentazione di assegni circolari di ammontare corrispondente ai titoli da consegnare giunti nel frattempo a scadenza, oppure la consegna di titoli con godimento regolare in luogo di quelli dovuti, aventi godimento pregresso, con conguaglio in contante per l'integrazione del valore. In altri casi è stato reso possibile l'intervento della Monte Titoli per titoli non ancora oggetto della procedura automatica di collegamento con la Stanza di compensazione.

Le società emittenti e gli istituti operanti in qualità di casse incaricate o di mandatari per il frazionamento — in prevalenza aziende di credito —, che non hanno ancora provveduto alla consegna dei titoli, sono stati sollecitati in via ufficiosa. E' stata inoltre fissata la data entro la quale ciascuna Stanza dovrà provvedere a segnalare, secondo quanto dichiarato per iscritto dagli operatori, i motivi che tuttora non consentono agli stessi di coprire le posizioni a debito. Dai risultati che emergeranno potrà valutarsi l'opportunità di intraprendere ulteriori azioni per risolvere tali situazioni.

Valutazione dei risultati

Hanno formato oggetto della compensazione straordinaria buoni cassa rappresentativi di titoli

valutabili in più di 3.300 miliardi. Per circa un terzo si è stimato trattarsi di buoni cassa originati presso le Stanze, la consistenza dei quali si è quindi notevolmente ridotta.

La rilevazione è stata effettuata sulla base delle segnalazioni, di debito e di credito, pervenute nella fase iniziale della compensazione (tav. 1).

Tav. 1

Compensazione dei buoni cassa: Partite segnalate

VOCI	Titoli di Stato (1)	Obbligazioni (1)	Azioni (1)	Totale
<i>(stima in miliardi)</i>				
Segnalazioni di debito (emittenti buoni cassa)	910	1.513	740	3.163
<i>Incidenza percentuale</i>	<i>28,8</i>	<i>47,8</i>	<i>23,4</i>	<i>100,0</i>
Saldi debitori	572	582	265	1.419
Segnalazioni di credito (prenditori buoni cassa)	908	1.585	842	3.335
<i>Incidenza percentuale</i>	<i>27,2</i>	<i>47,5</i>	<i>25,3</i>	<i>100,0</i>
Saldi creditori	572	582	265	1.419
SALDI/PARTITE A CREDITO	63,0	36,7	31,5	42,6

(1) Valore nominale per titoli di Stato e obbligazioni e prezzi di compenso settembre/ottobre 1987 per le azioni.

Volendo dare, per ovvi motivi, maggiore attendibilità alle segnalazioni di credito (importo totale 3.335 miliardi a fronte di 1.419 miliardi di saldi), la compensazione risulta aver operato una riduzione nella misura del 60 per cento dei valori segnalati; l'effetto compensativo, come era prevedibile, è stato particolarmente accentuato per il settore azionario (circa il 70 per cento), minore per i titoli di Stato (meno del 40 per cento).

Sorprende la rilevanza dell'ammontare dei buoni cassa relativi ai titoli di Stato, dal momento che l'attivazione del collegamento fra la gestione centralizzata della Banca d'Italia e la Stanza avrebbe dovuto rendere non necessario ricorrere alla consegna di buoni cassa per l'esecuzione di queste operazioni. Questi buoni nascono infatti nella loro quasi totalità da rapporti posti in essere al di fuori delle Stanze di compensazione.

La maggiore incidenza sul valore dei buoni cassa è denunciata dal settore delle obbligazioni che, ad eccezione di quelle convertibili, vengono

trattate nell'ambito delle liquidazioni giornaliera. Poiché le richieste di assegnazione avanzate in sede di liquidazione giornaliera risultano modeste, deve ritenersi che anche questi buoni traggano soprattutto origine da posizioni regolate fuori Stanza.

Il valore delle azioni rappresentate da buoni cassa appare invece complessivamente in sintonia con l'ammontare dei depositi infruttiferi, per cui appare verosimile sostenere che le richieste di assegnazioni avanzate presso le Stanze di compensazione riguardino soprattutto tale categoria di titoli.

Sempre nel settore azionario risulta particolarmente significativa la sistemazione in compensazione dei buoni cassa di remota origine. Fra i titoli maggiormente trattati figurano azioni con godimento pregresso e per un ammontare di saldi regolati pari a oltre il 30 per cento del totale dei saldi del settore azionario. Si ritiene che la compensazione dei buoni cassa sia stata utilizzata in misura significativa per la sistemazione dei «sospesi» in essere fra gli operatori e che la stessa abbia offerto un buon contributo alla regolarizzazione del mercato.

In complesso gli operatori, già sensibilizzati al problema dei buoni cassa e alla necessità di porre argine al fenomeno, si sono impegnati nell'esecu-

zione della compensazione straordinaria, cogliendo nel modo più adeguato l'occasione loro offerta per procedere alla sistemazione di un'ampia gamma di negoziazioni in titoli.

Iniziative da intraprendere

Con la compensazione dei buoni cassa non può considerarsi conclusa l'azione intrapresa per contrastare la pratica di ricorrere all'emissione di buoni cassa in luogo della consegna (o dell'accreditamento) dei titoli per l'esecuzione delle negoziazioni di borsa.

Alcuni risultati si cominciano a delineare, come evidenziano i dati più recenti sull'andamento delle assegnazioni (tavv. 2 e 3). Tra fine settembre e fine novembre 1987 l'ammontare delle assegnazioni risulta in flessione di oltre un terzo e anche il rapporto con l'ammontare dei saldi debitori della Stanza è diminuito di oltre 10 punti percentuali portandosi ai valori di oltre due anni fa; nel periodo ottobre-dicembre il numero delle richieste presentate è diminuito di oltre il 20 per cento e l'importo del deposito infruttifero di circa un terzo; per entrambi gli aggregati è stato raggiunto il livello più basso dall'epoca dell'introduzione del deposito (giugno 1986).

Tav. 2

Ammontare delle assegnazioni su titoli azionari

(Stanza di compensazione di Milano - liquidazioni mensili - valori ai prezzi di compenso in miliardi)

PERIODO	Ammontare assegnazioni concesse A	Ammontare saldi debitori stanza B	Totale titoli da consegnare C	Incidenza percentuale assegnazioni A/C	Scambi azionari B.V. di Milano
Anno 1985	2.969	8.286	11.255	26,4	25.441
Anno 1986	11.795	15.204	26.999	43,7	69.652
1987 — gennaio	1.084	902	1.986	54,6	2.934
febbraio (1)	1.057	921	1.978	53,4	3.713
marzo	934	884	1.818	51,4	2.883
aprile	1.001	956	1.957	51,1	5.161
maggio	552	829	1.381	40,0	3.693
giugno	452	560	1.012	44,7	2.597
luglio	378	459	837	45,2	2.515
agosto	343	387	730	46,9	4.394
settembre	355	404	759	46,8	2.974
ottobre	297	549	846	35,1	5.690
novembre	232				3.295

(1) A partire dal mese di febbraio 1987 i dati si riferiscono alle Stanze di Milano e Roma.

In attesa che questi favorevoli andamenti si confermino nei mesi a venire, si valuta l'opportunità di mantenere e accrescere l'efficacia dissuasiva del deposito infruttifero presso la Banca d'Italia, e si prosegue nelle iniziative volte a rimuovere le cause principali di questo problema.

Tav. 3

Numero di assegnazioni effettuate presso le stanze di compensazione

PERIODO	Assegnazioni assoggettate al deposito	Assegnazioni esonerate dal deposito (1)	Totale
1986 — giugno	1.851	3.861	5.712
luglio	1.141	4.555	5.696
agosto	970	4.491	5.461
settembre	1.109	4.096	5.205
ottobre	1.245	4.276	5.521
novembre	1.330	4.450	5.780
dicembre	1.477	4.776	6.253
1987 — gennaio	1.669	3.768	5.437
febbraio	2.375	3.175	5.550
marzo	1.588	3.916	5.504
aprile	3.964	1.501	5.465
maggio	3.874	1.172	5.046
giugno	3.723	804	4.527
luglio	3.625	759	4.384
agosto	2.521	1.069	3.590
settembre	2.467	1.028	3.495
ottobre	2.549	1.084	3.633
novembre	2.763	1.035	3.798
dicembre	2.074	845	2.919

(1) Sono esonerate le assegnazioni che fanno riferimento a una causale di indisponibilità dei titoli connessa all'attività delle Stanze (titoli provenienti da altre Stanze o inviati al frazionamento) e quelle che comportano la costituzione di depositi di ammontare inferiore al milione di lire. Sono state esonerate in via temporanea (fino a ottobre 1986) le assegnazioni per i titoli non disponibili per incasso dividendi, interessi, partecipazione ad assemblee ecc., (fino a marzo 1987) le assegnazioni per titoli non disponibili per sottoscrizione, aumenti di capitale, conversione, cambio certificati ecc.

La compensazione dei buoni cassa ha permesso di evidenziare l'esistenza di un'ampia area di contrattazioni effettuate al di fuori delle Stanze con l'emissione di buoni cassa, sulla quale bisognerà incidere per ottenere risultati più significativi e duraturi. Sul piano delle iniziative da intraprendere è opportuno riesaminare, ed eventualmente sottoporre a revisione, prassi operative che, in alcune circostanze, condurrebbero a preferire (o a determinare) l'emissione di buoni cassa, anche per l'esecuzione di operazioni che possono usufruire di procedure automatiche per il trasferimento sui conti di deposito centralizzati.

E' necessario continuare a promuovere l'utilizzo della Monte Titoli, con riguardo all'ampliamento delle specie di titoli trattate (maggiore attenzione rispetto al passato andrebbe rivolta ai titoli obbligazionari), ma anche all'ampliamento delle categorie di operatori ammesse a usufruire di tale struttura. Agli intermediari diversi da banche e agenti di cambio, che rappresentano circa un quarto degli aderenti alle Stanze, non è stato ancora consentito di accedere come depositari presso la Monte Titoli.

Occorre inoltre rimuovere alcune delle principali cause della indisponibilità dei titoli, cause che, dalle segnalazioni presentate in occasione delle richieste di assegnazione, sembrano soprattutto riguardare i titoli di nuova emissione (per sottoscrizione, aumento di capitale, conversione, ecc.), studiando l'adozione di provvedimenti o l'avvio di procedimenti che consentano di evitare i problemi di regolamento connessi con la negoziazione di questi titoli.

La riforma del mercato secondario dei titoli pubblici

1. Premessa

La crescita del volume dei titoli pubblici in circolazione ha sollecitato l'interesse circa il funzionamento dei mercati in cui essi vengono scambiati successivamente all'emissione.

Non si tratta di far nascere in Italia un mercato secondario dei titoli pubblici perché esso è già esistente e, anzi, il suo spessore è particolarmente elevato: come indicato nel documento di lavoro predisposto dal Ministero del Tesoro, gli scambi giornalieri oscillano infatti attorno a 4.000 miliardi. La gran parte di queste negoziazioni, che per la dimensione delle partite di titoli scambiate può definirsi «all'ingrosso», ha sempre avuto luogo sul mercato interbancario, essenzialmente perché le banche non hanno generalmente bisogno dell'opera di intermediari.

L'esigenza di modificare il funzionamento del mercato secondario è nata, invece, dalla necessità di accrescere la trasparenza e la fluidità delle operazioni che in esso si svolgono. Entrambi gli obiettivi possono essere raggiunti con l'ausilio delle tecniche telematiche attualmente esistenti.

L'istituzione di un mercato telematico per la negoziazione «all'ingrosso» dei titoli pubblici ha incontrato due ostacoli pregiudiziali:

- a) il primo, di ordine giuridico-istituzionale, riguardava la compatibilità del progetto di regolamentazione del mercato telematico dei titoli pubblici con il R.D. 4 agosto 1913 n. 1068, il quale contiene disposizioni che, secondo un'interpretazione giurisprudenziale, vieterebbero la creazione di libere istituzioni diverse dalla Borsa aventi lo scopo di negoziare titoli e valori;
- b) il secondo, di natura fiscale, riguardava l'onere costituito dai fissati bollati, di recente raddoppiato; la sua incidenza era particolarmente forte per le operazioni a breve termine e scoraggiava la fluidità degli scambi.

Con il D.P.R. 29.12.87 n.556, che ha apportato modifiche al regio decreto citato, gli ostacoli giu-

ridici sono stati rimossi; in particolare, è stato previsto che alcune disposizioni del regio decreto non si applichino alle negoziazioni di titoli emessi o garantiti dallo Stato nei casi che «verranno stabiliti con successivo decreto del Ministro del Tesoro».

Per quanto riguarda l'aspetto fiscale, la tassazione è stata ridotta dal Decreto-legge del 29.12.87 n. 533 per le negoziazioni, su titoli emessi o garantiti dallo Stato di importo non inferiore a 5 miliardi, concluse tra i soggetti ammessi a partecipare alle aste dei BOT (tav. 1).

Con decreto dell'8 febbraio 1988, descritto nel seguito, il Ministro del Tesoro ha definito le linee generali di funzionamento del nuovo mercato secondario.

Tav. 1

Tassa sulle negoziazioni di titoli emessi o garantiti dallo Stato

(migliaia di lire)

Valore nominale dei titoli	Contratti a contanti	Contratti a termine, pronti c/termine e di riporto di durata fino a		
		10 gg.	20 gg.	45 gg.
da 5 a 10 miliardi . .	350	350	500	700
oltre 10 miliardi . . .	500	500	700	1.000

2. Verso un mercato secondario più efficiente

2.1 Il mercato secondario dei titoli pubblici è cresciuto in misura notevole, ma con gli squilibri che a volte si accompagnano ad una crescita assai rapida. I prezzi fatti in borsa si riferiscono a partite marginali di titoli; scarsa è l'informativa sui prezzi fatti fuori borsa. Nel mese di dicembre del 1987, su 394.000 miliardi di titoli di Stato quotati ne venivano scambiati alla Borsa Valori di Milano meno di 1.900 miliardi (0,48 per cento della circolazione).

Lo spessore del mercato secondario fuori borsa è invece molto più rilevante: come è stato

già osservato, nel 1986/1987 si sono scambiati in media 4.000 miliardi di titoli di Stato al giorno, secondo i dati rilevati dalla Gestione Centralizzata della Banca d'Italia, presso la quale sono depositati oltre l'80 per cento dei titoli di Stato in circolazione, e dagli allegati di bilancio delle principali aziende di credito.

Le carenze dell'attuale configurazione del mercato secondario sono apparse evidenti nei mesi estivi del 1987 quando i prezzi dei titoli pubblici hanno subito momenti di particolare tensione, sotto la spinta di importanti realizzazioni e nonostante i rilevanti acquisti effettuati dalla Banca d'Italia. La maggiore instabilità dei mercati sperimentata di recente ha richiesto adeguati e tempestivi interventi che consentano di mantenere sul mercato secondario più ordinate condizioni di svolgimento.

Il progresso tecnologico nel settore delle telecomunicazioni ha influenzato in tutti i paesi l'organizzazione dei mercati, le modalità di formazione dei prezzi e di svolgimento delle operazioni, rendendo superfluo il movimento fisico di persone, titoli e fondi nelle fasi di formazione ed esecuzione dei contratti. Questi profondi cambiamenti hanno richiesto, in particolare, un'attenta riconsiderazione di due aspetti che sicuramente si riflettono sul grado di efficienza del mercato dei titoli pubblici:

- le modalità di formazione dei prezzi;
- il ruolo dell'attività di intermediazione.

Le decisioni di scambio prese dai partecipanti al mercato mobiliare sono infatti influenzate dalla configurazione del mercato stesso, dal modo in cui è organizzato il flusso degli ordini e delle transazioni e dalla diffusione delle informazioni. Occorre, in generale, che esista una procedura efficiente che consenta a tutti gli operatori, tramite la rilevazione dei prezzi e delle quantità negoziate, di accertare le condizioni di mercato.

2.2 Un valido processo di formazione del prezzo dovrebbe assicurarne la massima significatività e trasparenza.

Nella realtà numerosi fattori tendono ad allontanare i prezzi correnti dai valori di equilibrio che si otterrebbero in assenza di imperfezioni. Tra questi:

- l'inefficiente struttura operativa dei mercati;
- la mancanza del perfetto coordinamento temporale tra flussi di domanda e di offerta;
- l'insufficiente diffusione delle informazioni.

Al crescere dello scostamento tra quotazioni correnti e valori di equilibrio, diminuiscono la stabilità e la trasparenza dei mercati, aumentano le spinte speculative e si riduce la funzione segnaletica dei prezzi.

2.3 La struttura «ottimale» del mercato secondario dei titoli di Stato dovrebbe comportare la partecipazione di un numero non esiguo di operatori che rispondano a determinati requisiti di professionalità e solidità patrimoniale. Lo scambio dei valori mobiliari verrebbe poi facilitato dalla presenza nel mercato di soggetti in grado di liquidare prontamente le posizioni in titoli della clientela sulla base delle correnti condizioni di prezzo.

Nei principali mercati esteri dei titoli pubblici, tali servizi sono offerti da specifici intermediari (*primary dealers* negli Stati Uniti, *market makers* nel Regno Unito e *spécialistes* in Francia) i quali, in relazione alle circostanze, possono detenere posizioni in proprio ovvero eseguire ordini per conto della clientela, operando di volta in volta come *dealers* o come *brokers* (v. Appendice).

I *primary dealers*, dichiarandosi continuamente pronti a comprare o a vendere i titoli di un determinato *menù*, facilitano l'incontro della domanda e dell'offerta. E' intuitivo che il loro inserimento nel mercato ne aumenta lo spessore.

2.4 La creazione di un mercato secondario dei titoli pubblici che sia sufficientemente ampio (aperto ad un numero non esiguo di operatori), spesso (tale da assicurare la presenza di un'elevata domanda/offerta a prezzi lievemente diversi da quelli correnti) ed elastico (reattivo nei confronti delle variazioni di prezzo) avrà rilevanti riflessi sul nostro sistema finanziario.

Verrà favorito l'interesse verso i titoli pubblici da parte degli investitori esteri, per i quali il mercato italiano non presenta adeguate condizioni di liquidità degli investimenti. L'afflusso di capitali esteri avrebbe effetti positivi sulla bilancia dei pagamenti, particolarmente apprezzabili in condizioni di liberalizzazione valutaria.

La maggiore liquidità degli investimenti in titoli pubblici, assicurata da un mercato secondario efficiente, dovrebbe stimolare la creazione di una domanda addizionale, interna ed estera, con positivi riflessi sulla gestione del debito pubblico e sul costo dell'indebitamento. Ne risulterà avvantaggiata anche la conduzione della politica monetaria, potendo la Banca d'Italia effettuare più efficacemente le sue operazioni volte ad orientare il livello e la configurazione dei tassi d'interesse.

Si dovranno realizzare, infine, condizioni di maggiore equilibrio tra mercato primario e secondario. La possibilità di osservare con continuità prezzi significativi sul mercato secondario consentirebbe di avere un legittimo punto di riferimento per la determinazione delle condizioni delle nuove emissioni.

3. Le linee principali della riforma

Data la dimensione dello *stock* dei titoli di Stato esistente sul nostro mercato e la sua collocazione presso investitori eterogenei — banche, fondi comuni, imprese assicurative, imprese industriali, società finanziarie, famiglie — esistono tutte le condizioni perchè esso esprima un sistema di operatori principali (banche e non banche) tale da favorire l'individuazione in ogni istante delle condizioni di domanda e di offerta dei titoli pubblici.

Nella direzione di un miglioramento della cornice operativa del mercato secondario si sono mosse le Autorità Monetarie le quali, tenendo conto delle indicazioni generali contenute nel progetto di riforma del mercato borsistico formulato dalla Consob nell'aprile del 1987 e di quelle avute dai maggiori intermediari in titoli, hanno tracciato le linee principali di un nuovo sistema centralizzato di negoziazione dei titoli pubblici.

Lo schema predisposto prevede la partecipazione degli operatori più attivi sul mercato dei titoli, che in via continuativa e competitiva esporranno su di un circuito telematico i prezzi ai quali si impegnano ad acquistare o vendere, nonché di altri operatori in veste di utenti.

Lo schema definito dal decreto del Ministro del Tesoro, firmato in data 8 febbraio 1988, è così articolato:

- al circuito telematico possono partecipare la Banca d'Italia, le aziende e gli istituti di credito, le commissionarie di borsa, le società finanziarie, le compagnie di assicurazione e le società di gestione dei fondi comuni d'investimento;
- i soggetti ammessi a partecipare devono avere un patrimonio netto non inferiore a 5 miliardi; essi sottoscriveranno un'apposita Convenzione che dovrà essere approvata dal Ministro del Tesoro;
- la Banca d'Italia, tenendo conto tra l'altro dell'esigenza di assicurare un'effettiva concorrenza tra gli operatori, iscrive in un apposito albo («elenco di operatori principali») i soggetti che, sottoscritta la Convenzione e fatta domanda di iscrizione, soddisfino i seguenti requisiti: i) possesso di un patrimonio netto superiore a 20 miliardi; ii) stipulazione nell'anno precedente di contratti di vendita su titoli emessi o garantiti dallo Stato per almeno 5.000 miliardi; iii) possesso da parte degli amministratori di adeguati requisiti di onorabilità e professionalità;
- l'iscrizione come operatore principale comporta l'impegno di formulare in via continuativa offerte di acquisto e di vendita per almeno cinque titoli emessi o garantiti dallo Stato, che siano impegnative nei confronti degli altri partecipanti al sistema, e di fornire dati e notizie alle autorità di controllo;
- i partecipanti al sistema devono aderire, anche tramite istituzioni creditizie, alle stanze di compensazione ed essere titolari di conti accentrati in titoli presso la Banca d'Italia e la Monte Titoli;
- l'operatività del sistema è subordinata all'adesione di almeno 30 soggetti, di cui almeno 10 con la funzione di operatori principali;
- l'ammontare minimo delle contrattazioni è fissato in 5 miliardi;
- tra gli operatori aderenti al sistema viene costituito un Comitato di gestione avente la funzione di organo di autoregolamentazione; ad esso spetta il compito di indicare ai partecipanti i titoli da trattare.

4. Le operazioni della Banca d'Italia

La realizzazione di un efficiente mercato secondario dei titoli pubblici, al quale partecipino categorie definite di intermediari, alcuni dei quali in posizione di operatori principali, renderà possibile un piú efficace utilizzo degli strumenti di controllo monetario, quali le operazioni di mercato aperto condotte dalla Banca d'Italia.

La Banca continuerà ad intervenire con operazioni temporanee, ordinariamente di breve durata, e con acquisti e vendite definitive prevalentemente di BOT. Gli interventi su questo mercato influenzano con qualche ritardo anche il mercato a piú lungo termine. Le operazioni della Banca d'Italia sul mercato a medio o lungo termine potranno essere effettuate anche in Borsa, qualora si rendessero necessarie.

Agli operatori principali necessita un mercato monetario ben funzionante per il finanziamento delle loro posizioni; carenze in tal senso sono di ostacolo alle loro operazioni. Nella fase di avvio, in particolare, la Banca d'Italia fornirebbe finanziamenti temporanei o cessioni temporanee di titoli entro limiti quantitativi commisurati al «ma-

gazzino titoli» degli operatori ritenuto sufficiente per consentire l'avvio delle negoziazioni e comunque tali da non incidere sul controllo della base monetaria.

I finanziamenti in moneta assumeranno la forma di acquisto di titoli da parte della Banca d'Italia a pronti e rivendita degli stessi a termine, secondo lo schema correntemente utilizzato. I finanziamenti in titoli saranno invece concessi, mediante vendita di questi ultimi da parte della Banca d'Italia a pronti e riacquisto degli stessi a termine, allorché gli intermediari risultino sprovvisti momentaneamente di titoli e non siano quindi in condizione di soddisfare la domanda. Il tasso d'interesse delle operazioni sarà neutrale per l'intermediario, essendo pari al rendimento dei titoli ceduti.

La Banca d'Italia e la Consob riceveranno giornalmente dagli operatori principali la comunicazione delle transazioni effettuate con l'indicazione delle condizioni contrattuali. La diffusione delle informazioni sui prezzi minimi, massimi e medi ponderati e sui quantitativi complessivamente scambiati, effettuata dalla Banca d'Italia, faciliterà le operazioni degli intermediari.

APPENDICE

CENNI SULLA STRUTTURA DEL MERCATO DEI TITOLI PUBBLICI
NEGLI STATI UNITI, NEL REGNO UNITO E IN FRANCIA

1. Premessa

I mercati statunitensi e inglesi dei titoli pubblici si distinguono dalla maggior parte dei mercati degli altri paesi per le caratteristiche di spessore e di articolazione degli strumenti e degli operatori che hanno assunto nel corso del tempo; anche il mercato francese si è sviluppato in misura notevole negli ultimi anni.

La configurazione assunta da questi mercati è il frutto di un'evoluzione che è risultata assai rapida nel periodo più recente, sospinta dall'applicazione intensiva di strumenti informatici e telematici, e che ha richiesto apposite riforme legislative.

2. Aspetti giuridico-istituzionali

Il 28 ottobre 1986 è stato promulgato negli Stati Uniti il *Government Securities Act* (GSA); questa legge (i) riconosce l'esistenza di un pubblico interesse nei confronti delle transazioni in *Government Securities*, (ii) vieta la sollecitazione degli investitori per la conclusione di transazioni in *Government Securities* da parte di *dealers* e *brokers* che non siano registrati, (iii) definisce l'*appropriate regulatory agency* per i *dealers* e i *brokers* in *Government Securities*, (iv) demanda al Segretario del Tesoro il compito di emanare il regolamento di attuazione in tema di responsabilità finanziaria, criteri contabili, rapporti informativi, regole di revisione contabile, possesso e controllo di titoli e fondi della clientela da parte di *dealers* e *brokers* in *Government Securities*.

Nell'ottobre del 1986, parallelamente alla riforma della borsa (*Financial Service Act*), è stato ristrutturato anche nel Regno Unito il mercato dei titoli pubblici (*Gilt-Edged Securities*). Il compito di accrescere ampiezza e liquidità di questo mercato è stato demandato alla *Bank of England*, considerato il ruolo fondamentale che essa svolge per la conduzione della politica monetaria e per il corretto finanziamento del fabbisogno del settore pubblico.

La banca centrale inglese ha emanato, al riguardo, direttive informali che hanno disciplinato l'accesso ad un nuovo mercato specializzato, prevedendo (i) nuove figure di intermediari (*market makers*, *inter-dealer brokers* e *money brokers*) costituite come unità giuridicamente autonome e quindi dotate di proprio capitale, (ii) l'approvazione della *Bank of England* ad operare nel mercato sulla base di criteri da essa formulati, (iii) una supervisione prudenziale sull'attività svolta dagli intermediari stessi.

La modernizzazione del mercato dei titoli pubblici in Francia è in atto dal 1985, allorché è stato unificato il mercato dei capitali, sono stati creati nuovi strumenti finanziari e sono state poste le condizioni perché si sviluppasse la concorrenza tra gli operatori finanziari. Il *Ministère des Finances* ha promosso nel 1986 la costituzione di un gruppo di *Spécialistes en Valeurs du Trésor* (SVT) composto da banche, società miste con la partecipazione di agenti di cambio e istituti di sconto al fine di assicurare liquidità al mercato dei titoli del Tesoro.

3. I titoli trattati

Negli Stati Uniti, i *Government Securities* (2500 miliardi di dollari alla fine del 1986) sono costituiti da *Treasury Securities*, *Mortgage Backed Securities*, *Agency Securities*.

Nel Regno Unito i *Gilt-Edged Securities* (136 miliardi di sterline al 31 marzo 1987) sono costituiti da *British Government Securities* e *British Government Guaranteed Securities*.

In Francia i *nouvelles Valeurs du Trésor* (440 miliardi di franchi alla fine del 1986) sono rappresentati da *Bons du Trésor Négociables* (BTN) e *Obligations Assimilables du Trésor* (OAT).

4. Gli operatori

I mercati statunitensi, inglesi e francesi sono caratterizzati dalla presenza di operatori princi-

pali (*primary dealers* negli Stati Uniti, *market makers* nel Regno Unito e *spécialistes* in Francia) che si impegnano a collocare i titoli del Tesoro, partecipando attivamente alle aste, e a fare mercato per l'intero spettro dei titoli pubblici.

Le contrattazione dei titoli in circolazione avviene su un mercato decentralizzato in cui questi operatori (*dealers*) sono collegati tra di loro mediante sistemi telematici. Essi negoziano direttamente tra di loro o attraverso intermediari puri (*brokers*); in quest'ultimo caso gli scambi sono anonimi (*blind market*) nel senso che i *brokers* si impegnano a non rivelare le identità delle controparti.

Gli operatori principali effettuano negoziazioni anche con la loro clientela costituita da banche, imprese, enti locali e investitori istituzionali quali fondi comuni, fondi pensione e compagnie di assicurazione. Sia negli Stati Uniti, sia nel Regno Unito, sia in Francia solo una parte percentualmente irrilevante degli scambi avviene nei mercati borsistici.

Tre classi di *dealers* sono rilevanti per l'operatività del mercato: gli operatori principali, gli aspiranti operatori principali e gli altri operatori.

4.1 Gli operatori principali

Negli Stati Uniti la *Federal Reserve Bank* di New York (FRBNY) conduce le sue operazioni di mercato aperto esclusivamente con i *primary dealers*; il sistema è informale nel senso che non è specificamente autorizzato dalla legge.

Il numero dei *primary dealers* è cresciuto nel corso degli anni, da 20 nel 1970 a 43 alla fine del 1987. Nel 1986 le contrattazioni da essi svolte sono state pari a 23.900 miliardi di dollari, per una media di circa 100 miliardi di dollari al giorno; circa il 50 per cento delle contrattazioni sono avvenute tramite *brokers*, contro il 32 per cento di 10 anni prima.

La FRBNY supervisiona i *primary dealers* per assicurarsi di operare con *dealers* che si comportino con prudenza e risultino affidabili. Tra gli strumenti della FRBNY figurano il controllo e l'analisi dei rapporti informativi ricevuti, i contatti telefonici per richiedere ulteriori informazioni o spiegazioni di anomalie e le visite ai *dealers*, di regola annuali e senza preavviso. La FRBNY valuta anche l'adeguatezza del capitale dei *primary dea-*

lers in relazione ai rischi (*credit and market risks*) da essi assunti. Essa non pone condizioni alle operazioni svolte tra il *dealer department* di una banca commerciale e gli altri settori della stessa banca. I *Government Securities departments* dei *primary dealers* hanno di fatto una contabilità separata che consente loro di fornire alla FRBNY le informazioni richieste.

La supervisione della FRBNY è indipendente dalla sorveglianza formale effettuata dalle varie autorità, siano esse la *Securities and Exchange Commission* (SEC), se il *dealer* è una *securities firm*, o la *Federal Reserve* o l'*Office of the Controller of the Currency*, se il *dealer* è una *commercial bank*.

La regolamentazione delle *securities firms* da parte della SEC viene di solito effettuata attraverso organizzazioni che si autoregolamentano quali la *National Association of Securities Dealers* (NASD) e la *New York Stock Exchange* (NYSE). Essa riguarda la registrazione, i criteri contabili e di redazione dei bilanci, l'esame delle operazioni e i criteri di adeguatezza del capitale. Né la SEC né gli organi di vigilanza bancaria effettuano il tipo di *monitoring* giornaliero sull'attività in *government securities* che la FRBNY conduce.

La FRBNY, per far sí che i requisiti richiesti siano soddisfatti, può revocare lo stato di *primary dealer*, con conseguenze importanti sulla reputazione del *dealer* nel mercato.

Nel 1986 le *open market transactions* della FRBNY sono state pari a 2.200 miliardi di dollari, per una media giornaliera di 8,8 miliardi di dollari sui circa 100 miliardi negoziati dai *primary dealers*. Le *open market transactions* sono quasi tutte nella forma di pronti contro termine (*repurchase agreements*) con durate molto brevi (*overnight* e 1-2 giorni) e comunque generalmente inferiori a 15 giorni.

Il finanziamento (in moneta o titoli) dei *primary dealers* da parte della Fed è discrezionale e viene generalmente effettuato (mediante *repurchase agreements*) a condizioni più onerose rispetto a quelle di mercato.

Nel Regno Unito la *Bank of England* opera direttamente con il *market maker* (ed è anch'essa considerata un *market maker*). I *market makers* erano 26 alla fine del 1987, essendo il loro numero diminuito di 3 unità rispetto a quello di av-

vio del mercato. Essi svolgono un'attività di negoziazione che si aggira giornalmente attorno ai 2,5 miliardi di sterline.

La supervisione della Bank of England si incentra sulla valutazione quotidiana dei rischi di solvibilità e di variazione dei tassi di interesse (*credit and position risks*). La rischiosità assunta da ciascun *market maker* viene commisurata al capitale posseduto. La Banca d'Inghilterra ha fissato un limite massimo di esposizione pari a 100 volte il capitale.

I *market makers* inviano giornalmente informazioni sulle posizioni assunte per ogni specie di titolo e trimestralmente inviano il conto economico relativo all'attività svolta. Mensilmente essi forniscono allo *Stock Exchange* dati statistici sul volume delle contrattazioni effettuate.

Nello schema della *Bank of England* esiste la possibilità di effettuare operazioni di rifinanziamento garantite da titoli per importi commisurati ai patrimoni dei *market makers*. Tale forma di finanziamento, considerata la caratteristica di credito di ultima istanza, viene scarsamente utilizzata.

In Francia gli *spécialistes* erano 13 alla fine del 1987. Essi partecipano alle aste del Tesoro e, al pari delle banche centrali estere, godono del privilegio di poter sottoporre, entro certi limiti, offerte non competitive per la sottoscrizione delle nuove emissioni. Le operazioni con la banca centrale sono generalmente limitate ai titoli di mercato monetario (BTN).

Gli *spécialistes* svolgono attività di consulenza e informazione nei confronti del Tesoro, al quale trasmettono settimanalmente alcuni dati sulle transazioni effettuate. Le transazioni sui *Valeurs du Trésor* svolte giornalmente sono state nel 1986 dell'ordine di 12 miliardi di franchi francesi.

4.2 Gli aspiranti operatori principali

Gli aspiranti operatori principali sono società che cercano di dimostrare di avere i requisiti richiesti per diventare operatori principali.

Negli Stati Uniti la procedura per diventare *primary dealers* richiede almeno un anno dal momento in cui il *dealer* comincia a fornire informazioni alla FRBNY (dapprima mensili e poi giornaliere). Durante questo periodo essi non sono

formalmente riconosciuti dalla FRBNY nè il loro nome viene comunicato agli altri operatori. Anche nel Regno Unito e in Francia la nomina ad operatore principale è discrezionale e spetta, rispettivamente, alla *Bank of England* e al *Ministère des Finances*.

4.3 Gli altri operatori

Gli altri operatori includono sia importanti *securities firms* e banche che partecipano attivamente al mercato sia *firms* di minori dimensioni la cui attività è limitata a particolari segmenti del mercato. Essi possono essere altrettanto importanti quanto gli operatori principali ma, per loro ragioni, non desiderano aspirare a diventare operatori principali.

4.4 I brokers

Negli Stati Uniti le comunicazioni tra *dealers* e *brokers* si svolgevano fino al 1974 solo su linee telefoniche. Successivamente alcuni *brokers* cominciarono ad usare i *video screens* per collegare tra di loro un numero crescente di clienti e per migliorare la diffusione delle informazioni sui prezzi e le quantità.

Gli schermi, installati dai *brokers* nelle sale di contrattazione della clientela, mostrano le migliori condizioni di prezzo (e le quantità) alle quali i propri clienti si impegnano ad acquistare o vendere e i prezzi e le quantità delle ultime contrattazioni fatte; le istruzioni dei clienti circa i prezzi e le quantità ai quali si impegnano ad acquistare o vendere e quelle per l'esecuzione di una contrattazione vengono date ai *brokers* per telefono.

A metà febbraio del 1987 erano operativi gli schermi di nove *brokers*. Di questi, sette erano *interdealer brokers* che limitavano il loro servizio ai *primary dealers* e a 13 aspiranti *primary dealers*. Gli altri due *brokers* erano *retail brokers* che consentivano l'accesso al loro sistema ad una più ampia clientela (150-200 unità), servendosi dei *network* Telerate e Reuter.

I *retail brokers* garantiscono il buon fine delle operazioni concluse per loro tramite a differenza degli *interdealer brokers* (i sette *interdealer brokers* affermano che è la loro clientela a sopportare tutti i rischi). La FRBNY non controlla l'operato dei *brokers*.

Nel Regno Unito la funzione di favorire le transazioni tra i *market makers* è svolta dagli *interdealer brokers* (IDBs), in numero di 6; essi garantiscono l'anonimato e il buon fine delle operazioni. In relazione alla natura delle informazioni possedute, gli IDBs non possono assumere posizioni in proprio.

La funzione di reperimento dei fondi necessari per il regolamento delle contrattazioni viene esercitata dai *money brokers* che operano esclusivamente sul mercato a breve. Sia i *money brokers* sia gli IDBs (questi ultimi possono svolgere anche la funzione di *money broker*) sono assoggettati alla supervisione della Bank of England.

In Francia esiste un solo *interdealer broker*, il cui capitale è interamente posseduto dagli *spécialistes* e dalla *Banque de France*. Le quotazioni degli *spécialistes* appaiono sui circuiti Reuter e Teletype, oltre che sul circuito riservato dell'*interdealer broker*.

5. Il regolamento delle negoziazioni

Negli Stati Uniti lo scambio di titoli e contante avviene di norma il giorno successivo a

quello di negoziazione attraverso *depository institutions* aventi sede generalmente a New York.

Nel caso di transazioni concluse mediante *brokers*, questi ne confermano le condizioni ai clienti dapprima per telefono e poi per iscritto; quindi, dopo aver compensato tra di loro le posizioni della clientela, danno istruzioni alla *clearing bank* per il trasferimento dei titoli e del contante.

Il sistema di telecomunicazioni usato dalle banche per trasferire titoli e contante è il *Fedwire*, gestito dalla Fed. Non esistono tasse sulle contrattazioni.

Anche nel Regno Unito il regolamento delle negoziazioni avviene di regola il giorno successivo e i contratti non sono soggetti ad imposta. Esiste un sistema centralizzato (*Central Gilt Office*) che provvede alla compensazione delle partite relative ad uno stesso operatore e alla sistemazione dei saldi del contante e dei titoli.

In Francia il regolamento delle negoziazioni avviene il secondo giorno successivo a quello dell'ordine. Il trasferimento delle OAT e dei BTN avviene, rispettivamente, mediante scritture contabili presso la *Société Interprofessionnelle de la Compensation des Valeurs Mobilières* (SICOVAM) e la *Banque de France*. Le imposte sulle contrattazioni sono state abolite dal gennaio 1983.

Documenti

Proposte per la convergenza internazionale della misurazione dei fondi propri e dei coefficienti patrimoniali minimi

Documento a fini di consultazione del Comitato per le Regolamentazioni Bancarie e le Pratiche di Vigilanza

Introduzione

1. Il Comitato per le Regolamentazioni Bancarie e le Pratiche di Vigilanza (1), con sede a Basilea, sta lavorando da diversi anni ai fini del rafforzamento delle risorse patrimoniali delle banche internazionali, nell'intento di contribuire a rafforzare la stabilità del sistema bancario internazionale. In pari tempo è apparso sempre più auspicabile il perseguimento dell'obiettivo di una certa convergenza nei requisiti di adeguatezza patrimoniale dei sistemi di vigilanza nazionali, al fine di rimuovere un importante fattore di ineguaglianza concorrenziale fra le banche operanti a livello internazionale. In tale ottica, il Comitato è stato incaricato dai Governatori delle banche centrali del Gruppo dei Dieci di ricercare un metodo comune tra i paesi membri per la misurazione dell'adeguatezza patrimoniale delle banche e la fissazione di coefficienti minimi di capitale per le aziende impegnate in una rilevante attività internazionale. Il presente documento espone le conclusioni emerse dalle discussioni del Comitato (riportando altresì talune opinioni minoritarie) sotto forma di proposte che definiscono uno schema comune per la misurazione dell'adeguatezza patrimoniale e per la fissazione di un coefficiente minimo di capitale che dovrebbe essere raggiunto e mantenuto dalle banche operanti a livello internazionale (2).

2. Le proposte del Comitato descritte nel presente documento sono state presentate ai Go-

vernatori, che le hanno approvate e adottate come base per più ampie consultazioni con le banche commerciali e altre parti interessate. Le autorità nazionali avvieranno consultazioni con le rispettive associazioni bancarie nei paesi del Gruppo dei Dieci. Queste consultazioni dovranno concludersi entro un periodo di sei mesi, al termine del quale il Comitato esaminerà le osservazioni emerse nell'ambito dei singoli paesi e ne riferirà ai Governatori. Il Comitato sta provvedendo a distribuire il documento anche alle autorità di vigilanza di paesi esterni al Gruppo dei Dieci per avere i loro commenti, con l'intento di incoraggiare l'adozione di un parametro standard a livello mondiale per le banche internazionali.

3. Discussioni parallele sono altresì in corso fra i paesi membri della Comunità Europea, con l'obiettivo di concordare un metodo comune per la definizione del patrimonio e di un coefficiente di solvibilità applicabili alle istituzioni creditizie nell'ambito comunitario. Sette paesi rappresentati nel Comitato sono anche membri della Comunità Europea. E' pertanto fortemente auspicabile che le proposte di Bruxelles e di Basilea siano quanto più possibile compatibili e coerenti. A tale scopo sono stati tenuti stretti contatti fra il Comitato a Basilea e i responsabili dei lavori in seno alla Comunità Europea a Bruxelles. E' previsto che le proposte della Comunità si applichino alle istituzioni creditizie in generale, mentre lo schema predisposto dal Comitato è concepito più specificamente per le banche che effettuano operazioni in-

ternazionali. Nondimeno, il Comitato confida che le proposte elaborate a Basilea e a Bruxelles risultino simili negli aspetti principali o quanto meno reciprocamente compatibili.

4. Nell'elaborare lo schema descritto in questo documento il Comitato ha cercato di formulare una serie di raccomandazioni valide come principi generali e che allo stesso tempo tengano nella dovuta considerazione le peculiarità proprie dei sistemi di vigilanza e di contabilità vigenti nei singoli paesi membri. Esso ritiene che questo obiettivo sia stato raggiunto. Lo schema prevede un periodo transitorio, affinché la situazione esistente nei diversi paesi possa essere affrontata con pragmatismo e in modo tale da consentire un adeguamento graduale. Esso prevede inoltre che i paesi mantengano taluni aspetti dei propri sistemi nazionali durante il periodo di transizione di cinque anni, al termine del quale potrà essere applicato un sistema comune.

5. In certi ambiti limitati (segnatamente per quanto concerne la ponderazione del rischio) il sistema è stato concepito in modo da consentire alcune divergenze negli schemi nazionali durante — e in minor misura anche dopo — il periodo di transizione. L'impatto di tali discrepanze sui coefficienti globali dovrebbe tuttavia essere soltanto marginale, e si ritiene che esso non pregiudichi l'obiettivo fondamentale.

6. Va sottolineato che il sistema proposto si prefigge di stabilire livelli *minimi* per le banche internazionali. Ovviamente le autorità nazionali saranno libere di adottare prescrizioni che fissino coefficienti più elevati.

7. È opportuno altresì sottolineare che il capitale, sebbene importante, è solo uno dei fattori da considerare nel valutare la solidità delle banche. Lo schema di misurazione presentato in questo documento è diretto principalmente a valutare la consistenza patrimoniale in relazione al rischio creditizio (rischio di insolvenza della controparte); tuttavia altri tipi di rischio, e in particolare il rischio di tasso di interesse ed il rischio di investimento in titoli, devono rientrare nella valutazione dell'adeguatezza patrimoniale effettuata dalle autorità di vigilanza. Il Comitato sta esaminando i possibili modi di trattare queste categorie

di rischio. Inoltre, i coefficienti patrimoniali, se giudicati isolatamente, possono fornire un'indicazione fuorviante della solidità «relativa». Molto dipende anche dalla qualità dell'attivo di una banca e, in misura considerevole, dal livello degli accantonamenti di cui essa può disporre, oltre al capitale, a fronte degli impieghi di dubbio esito. Riconoscendo la stretta relazione intercorrente fra il capitale e gli accantonamenti, il Comitato continuerà a seguire le politiche di accantonamento delle banche nei paesi membri e cercherà di promuovere la convergenza delle regolamentazioni in questo come in altri ambiti.

Nel valutare i progressi compiuti dalle banche dei paesi membri per il rispetto dei requisiti di capitale proposti, il Comitato terrà quindi accuratamente conto delle diversità nelle politiche e nelle procedure seguite dalle banche dei differenti paesi nella fissazione del livello degli accantonamenti e nelle relative modalità tecniche di costituzione.

8. L'obiettivo di queste proposte è quello di conseguire una convergenza nelle regolamentazioni di vigilanza e nei livelli di adeguatezza patrimoniale; tuttavia il Comitato è consapevole che le diversità esistenti fra i vari paesi nel trattamento fiscale e nei criteri di appostazione contabile a fini fiscali di determinate categorie di accantonamenti a fronte di perdite, e di riserve derivanti da utili non distribuiti, possono in certa misura alterare la comparabilità della posizione patrimoniale reale o apparente delle banche internazionali. La convergenza dei sistemi fiscali, per quanto auspicabile, esula dalle responsabilità del Comitato e nelle proposte qui formulate non sono tenute in conto considerazioni sulla specifica materia. Il Comitato desidera nondimeno esaminare ulteriormente tali aspetti nella misura in cui essi incidono sulla comparabilità dell'adeguatezza patrimoniale fra i diversi sistemi bancari nazionali.

9. Il presente documento si suddivide in quattro Sezioni. Le prime due descrivono il sistema proposto: la Sezione I considera gli elementi costitutivi del patrimonio, la Sezione II il sistema di ponderazione del rischio, la Sezione III tratta dello standard di patrimonializzazione che si è posto come obiettivo (coefficiente patrimoniale minimo), mentre la Sezione IV enuncia le disposizioni transitorie e di attuazione.

I. Gli elementi costitutivi del patrimonio

a) Patrimonio di base (o primario)

10. Il Comitato ritiene che gli elementi chiave del patrimonio su cui va posta maggiormente l'attenzione in qualsiasi schema di riferimento siano rappresentati dal capitale sociale (3) e dalle riserve palesi. Questi sono gli unici elementi comuni ai sistemi bancari di tutti i paesi; sono chiaramente rilevabili nei bilanci pubblicati e costituiscono la base su cui si fonda la maggior parte delle valutazioni degli operatori di mercato circa l'adeguatezza patrimoniale; tali elementi hanno inoltre un'incidenza determinante sulla redditività e sulla capacità concorrenziale della banca. L'enfasi posta sul capitale sociale e sulle riserve palesi riflette l'importanza che il Comitato attribuisce al progressivo miglioramento qualitativo, oltreché quantitativo, delle risorse complessive di capitale detenute dalle banche maggiori.

11. Nondimeno, i paesi membri del Comitato ritengono che vi siano diverse altre importanti e valide componenti dei fondi patrimoniali di una banca che possono essere incluse in un sistema internazionale di misurazione (fatte salve talune condizioni indicate nel paragrafo *b*) qui di seguito). Un paese membro, tuttavia, è dell'opinione che, nel contesto del lavoro del Comitato diretto a migliorare la qualità del patrimonio delle banche, una definizione internazionale del capitale dovrebbe essere in effetti limitata agli elementi primari.

12. Pur con questa riserva da parte di un paese membro, il Comitato ha convenuto che il patrimonio debba essere definito individuando, a fini di vigilanza, due classi di componenti, in modo tale che esso risulti costituito per almeno il 50% da una base di qualità primaria (capitale sociale e riserve a bilancio rivenienti da utili non distribuiti al netto delle imposte, classe 1). Gli altri elementi (patrimonio supplementare) saranno ammessi nella classe 2 fino a un ammontare pari a quello del patrimonio di base. Le componenti del capitale supplementare e le condizioni particolari richieste per la loro inclusione nel patrimonio sono descritte qui di seguito e, in modo più particolareggiato, nell'Allegato I. Le autorità nazionali potranno includere o meno, a loro discrezione, ciascuno di questi elementi, alla luce delle regola-

mentazioni in materia di contabilità e di vigilanza in vigore nei rispettivi paesi.

b) Patrimonio supplementare

i) Riserve occulte

13. Le riserve che non compaiono in bilancio o riserve occulte possono essere costituite in vari modi, a seconda delle prescrizioni legali o contabili in vigore nei paesi membri. Sotto questo titolo sono ricomprese soltanto le riserve che, sebbene non iscritte in bilancio, sono transitate per il conto profitti e perdite e sono ammesse dalle autorità di vigilanza. Benché di fatto esse possano avere la stessa qualità intrinseca delle riserve palesi, nel contesto di livelli minimi concordati in sede internazionale la mancanza di trasparenza fa ritenere opportuna la loro esclusione dal concetto di patrimonio di base.

ii) Riserve di rivalutazione

14. Le prescrizioni in materia di scritture contabili e di vigilanza in alcuni paesi consentono che determinati cespiti dell'attivo siano rivalutati in modo da rispecchiare il loro valore corrente — o un valore più vicino a quello corrente del costo storico — e che le relative riserve di rivalutazione siano comprese nel patrimonio. Tali rivalutazioni possono determinarsi in due modi:

- a) con una rivalutazione formale di immobilizzazioni in bilancio (generalmente di immobili di proprietà della banca);
- b) con una maggiorazione teorica del capitale in relazione alle plusvalenze non realizzate derivanti dalla prassi di iscrivere in bilancio le disponibilità in titoli valutate ai costi storici.

Siffatte riserve possono essere incluse nel patrimonio supplementare a condizione che le autorità di vigilanza ritengano che le attività corrispondenti siano valutate secondo criteri cautelativi tali da riflettere appieno la possibilità di oscillazioni dei prezzi e di una vendita forzata.

15. L'ipotesi *b*) è rilevante per quelle banche che detengono tradizionalmente un ingente portafoglio di azioni contabilizzate ai costi storici, che però possono essere — ed occasionalmente sono — realizzate a prezzi correnti per compensare eventuali perdite. Il Comitato ritiene che queste

riserve di rivalutazione potenziali possano essere comprese fra le componenti del patrimonio supplementare in quanto utilizzabili per assorbire perdite nell'ambito della gestione corrente. Il Comitato ha pertanto convenuto che le riserve di rivalutazione potenziali debbano essere ricomprese nel patrimonio supplementare, a condizione che il loro valore sia decurtato di un consistente margine di scarto cautelativo che tenga conto della volatilità del mercato e dell'onere fiscale che insorgerebbe in caso di realizzo delle plusvalenze. Si ritiene che, alla luce di tali considerazioni, sia appropriata una decurtazione del 55% sulla differenza fra il valore contabile ai costi storici ed il valore di mercato.

iii) Accantonamenti generali e/o riserve generali per perdite su crediti

16. Gli accantonamenti generali o riserve generali per perdite su crediti sono costituiti a fronte dell'evenienza di future perdite. Laddove tali accantonamenti non sono collegati a particolari componenti dell'attivo e non rappresentano una posta rettificativa del valore di particolari attività, essi sono idonei ad essere compresi nel patrimonio, ed è stato concordato che siano computati fra gli elementi del patrimonio della classe 2 (patrimonio supplementare). Se tuttavia gli accantonamenti sono stati costituiti a fronte di perdite individuate o di comprovabili diminuzioni del valore di specifiche attività, essi non sono liberamente disponibili per assorbire perdite indeterminate che possono gravare su altre componenti dell'attivo, e pertanto non possiedono una delle caratteristiche essenziali del patrimonio. Questi accantonamenti a destinazione specifica non dovranno dunque essere ricompresi nel patrimonio.

17. Il Comitato riconosce tuttavia che in pratica non è sempre possibile operare una chiara distinzione fra gli accantonamenti generali (e/o riserve generali per perdite su crediti), che sono senz'altro liberamente disponibili, e gli accantonamenti che in realtà sono impegnati a fronte di attività delle quali è stato già accertato un deterioramento. Questa difficoltà deriva in parte dalle diversità esistenti nelle prescrizioni contabili, di vigilanza e, soprattutto, fiscali relative agli accantonamenti e alle definizioni nazionali del capitale proprio. Ciò comporta inevitabilmente che vi sarà all'inizio un certo grado di disomogeneità nelle

caratteristiche degli accantonamenti generali e/o riserve generali per perdite su crediti compresi nel sistema di misurazione dei differenti paesi membri.

18. Alla luce di questa incertezza, il Comitato intende chiarire durante il proposto periodo di transizione (cfr. paragrafi 45-50) la distinzione effettuata nei paesi membri fra quegli elementi che dovrebbero essere concettualmente considerati come componenti del patrimonio e quelli che invece non sono idonei a farne parte. Il Comitato si propone di formulare entro la fine del 1990 una serie di proposte definitive applicabili a tutti i paesi membri, al fine di assicurare coerenza nella definizione di accantonamenti generali e/o riserve generali per perdite su crediti aventi i requisiti per essere compresi nella base di capitale al momento in cui diverranno vincolanti i coefficienti minimi intermedi e finali.

19. A titolo di ulteriore salvaguardia, nel caso in cui non si pervenga a un accordo su una definizione più precisa delle risorse non impegnate da includere nel patrimonio supplementare, e qualora gli accantonamenti generali e le riserve generali per perdite su crediti possano comprendere accantonamenti volti a rettificare valori dell'attivo ovvero a tener conto di perdite potenziali non identificate presenti nel bilancio, l'ammontare di tali riserve o accantonamenti ammessi a far parte dei fondi propri sarebbe ridotto progressivamente. In tal modo, al termine del periodo di transizione e in epoca successiva detto importo sarebbe presente in misura non superiore a 1,25 — o, eccezionalmente e temporaneamente, fino a 2,0 — punti percentuali delle attività di rischio, all'interno della seconda classe delle componenti del patrimonio.

iv) Strumenti ibridi di capitale-debito

20. In questa categoria rientrano diversi strumenti che associano certe caratteristiche del capitale azionario con certe caratteristiche dell'indebitamento. Ciascuno di essi presenta aspetti particolari che si ritiene possano condizionare la loro qualità di componenti del patrimonio. E' stato convenuto che allorché tali strumenti presentino una stretta analogia con il capitale, e in particolare quando possono coprire perdite nel quadro della gestione corrente senza che siano necessari

procedimenti di liquidazione, essi possano essere inclusi nel patrimonio supplementare. Oltre alle azioni privilegiate a remunerazione fissa, possono essere ammessi, ad esempio, i seguenti titoli: azioni privilegiate a lungo termine in Canada, «titres participatifs et titres subordonnés à durée indéterminée» in Francia, «Genussscheine» in Germania, strumenti di «perpetual debt» nel Regno Unito e strumenti debitori con vincolo di convertibilità negli Stati Uniti. I criteri di idoneità per questa categoria di strumenti sono indicati nell'Allegato 1.

v) *Prestiti subordinati a termine*

21. Il Comitato ha ritenuto che gli strumenti di «subordinated term debt» hanno considerevoli carenze come componenti del patrimonio in considerazione della loro scadenza fissa e inidoneità a coprire perdite salvo che in sede di liquidazione. Queste carenze giustificano una restrizione ulteriore relativamente all'ammontare di tale forma di finanziamento ammesso a far parte del patrimonio. Conseguentemente, si è concluso che tali strumenti possano essere compresi fra gli elementi del patrimonio supplementare soltanto nella misura massima del 50% del patrimonio di base.

c) *Deduzioni dal patrimonio*

22. È stato convenuto che le seguenti poste debbano essere detratte dal patrimonio al fine di calcolare il coefficiente patrimoniale minimo ponderato in relazione al rischio. Tali detrazioni sono costituite da:

- i) avviamento, da detrarre dai componenti del patrimonio della classe I (patrimonio di base);
- ii) partecipazioni in filiazioni bancarie e finanziarie che non siano consolidate nei sistemi nazionali. La prassi normale sarà quella di consolidare le filiazioni al fine di valutare l'adeguatezza patrimoniale dei gruppi bancari. Laddove non è operato tale consolidamento, la detrazione è essenziale per impedire l'impiego multiplo delle stesse risorse patrimoniali nelle differenti componenti del gruppo. La detrazione per le partecipazioni in parola viene effettuata dal patrimonio complessivo. Le attività che rappresentano le partecipazioni in so-

cietà affiliate il cui patrimonio è stato detratto da quello della casa madre non sono comprese nell'attivo complessivo ai fini del computo del coefficiente.

23. Il Comitato ha attentamente considerato la possibilità di raccomandare la deduzione di partecipazioni detenute dalle banche in altre banche o istituzioni che raccolgono depositi, siano esse nella forma di azioni o di altri strumenti rappresentativi di quote di capitale. Le autorità di vigilanza di diversi paesi del Gruppo dei Dieci prescrivono attualmente tale tipo di deduzione al fine di scoraggiare il sistema bancario nel suo insieme dal creare partecipazioni incrociate, anziché reperire capitale da investitori esterni. Il Comitato è perfettamente consapevole che tale impiego multiplo di risorse di capitale può comportare pericoli sistematici per il sistema bancario rendendolo più vulnerabile di fronte alla rapida propagazione di difficoltà da un'istituzione all'altra, e alcuni membri ritengono che tali pericoli giustifichino la scelta di una piena deduzione di tali partecipazioni.

24. Nonostante queste preoccupazioni, il Comitato in complesso non è attualmente favorevole a una politica generale di deduzione di tutte le partecipazioni in altre banche, per la ragione che tale politica potrebbe impedire che si realizzino taluni cambiamenti importanti e auspicabili nella struttura dei sistemi bancari nazionali.

25. Il Comitato ha nondimeno convenuto che:

- a) le singole autorità di vigilanza siano libere di adottare discrezionalmente una politica di deduzione, per tutte le partecipazioni in altre banche, oppure per le partecipazioni che eccedono un limite stabilito in relazione al capitale della banca partecipante o al capitale della banca partecipata, oppure in base a un approccio «caso per caso»;
- b) laddove non è applicata nessuna deduzione, agli investimenti di una banca in strumenti di capitale di altre banche sia attribuita una ponderazione del 100%;
- c) nell'applicare tali politiche, i paesi membri considerino che non devono essere permesse le partecipazioni bancarie incrociate dirette a

gonfiare artificialmente il patrimonio delle banche in questione;

- d) il Comitato seguirà attentamente il problema delle duplicazioni nel computo delle risorse patrimoniali («double gearing») nel sistema bancario internazionale e non esclude la possibilità di introdurre restrizioni in epoca successiva. A tale scopo esso propone che le autorità di vigilanza assicurino la disponibilità di adeguate rilevazioni statistiche, così da consentire alle medesime e al Comitato di seguire l'evoluzione degli investimenti bancari in quegli strumenti di capitale azionario e di debito emessi da altre banche che sono compresi fra le componenti dei fondi propri nel quadro del presente sistema.

II. La ponderazione in base al rischio

26. Il Comitato ritiene che un coefficiente ponderato in funzione del rischio, ove il patrimonio sia posto in relazione a differenti gruppi di attività o di esposizioni fuori bilancio, ponderate con riferimento ad alcune fasce di rischiosità relativa, costituisce il metodo preferibile per valutare l'adeguatezza patrimoniale delle banche. Con ciò non si vuole negare l'utilità di altri metodi per la misurazione del patrimonio, ma questi sono considerati dal Comitato come integrativi rispetto all'approccio basato sui fattori di ponderazione del rischio. Il Comitato ritiene che quest'ultimo presenti i seguenti vantaggi rispetto all'approccio più semplice del rapporto patrimonio/attivo («gearing ratio»):

- i) esso fornisce una base più corretta per comparazioni internazionali fra sistemi bancari con strutture diverse;
- ii) esso consente di incorporare più facilmente nella misurazione le esposizioni «fuori bilancio»;
- iii) non scoraggia la detenzione da parte delle banche di mezzi liquidi o di altre attività a basso rischio.

27. Il sistema di ponderazione è stato mantenuto il più semplice possibile, facendo uso soltanto di cinque fattori: 0, 10, 20, 50 e 100 per cento. La scelta dei fattori di ponderazione da ap-

plicare alle diverse categorie di attività comporta inevitabilmente criteri di giudizio semplicistici, e i fattori stessi non vanno considerati come sostitutivi di una valutazione commerciale ai fini della determinazione del prezzo di mercato dei vari strumenti.

28. La struttura del sistema di ponderazione è esposta in modo particolareggiato nell'Allegato 2. Vi sono cinque aspetti della struttura su cui si richiama in particolare l'attenzione.

i) Categorie di rischio comprese nel sistema

29. Diversi sono i tipi di rischio dai quali va salvaguardata la gestione di una banca. Per la maggior parte delle aziende il rischio principale è costituito dal rischio creditizio, ossia il rischio di una possibile insolvenza della controparte. Vi sono tuttavia molti altri tipi di rischio, quali ad esempio il rischio di investimento, il rischio di interesse, il rischio di cambio, il rischio di concentrazione delle esposizioni. Il punto focale del presente schema è costituito dal rischio creditizio e, come aspetto ulteriore del rischio creditizio, dal rischio-paese. In aggiunta, le autorità di vigilanza nazionali hanno la facoltà di inserire discrezionalmente taluni altri tipi di rischio. Alcuni paesi, ad esempio, potranno applicare una ponderazione alle posizioni scoperte in cambi oppure a determinati aspetti del rischio di investimento.

Allo stadio attuale, non è stata tentata alcuna standardizzazione nel trattamento di queste altre categorie di rischio nello schema proposto.

30. Il Comitato ha considerato l'opportunità di cercare di incorporare ponderazioni addizionali che rispecchino il rischio di investimento dei portafogli in titoli a tasso fisso del settore pubblico interno — una manifestazione del rischio di interesse che è ovviamente presente in tutta la gamma delle operazioni bancarie, iscritte in bilancio e «fuori bilancio».

Per il momento è stato concordato che le singole autorità di vigilanza siano libere di applicare una ponderazione nulla *oppure* bassa alle attività verso il settore pubblico interno (ad esempio il 10% per tutti i titoli, oppure il 10% per quelli con scadenza inferiore a un anno e il 20% per quelli con scadenza di un anno e oltre). Tutti i membri hanno convenuto, tuttavia, che il rischio di inte-

resse richiederebbe un'analisi supplementare e che, qualora a tempo debito gli ulteriori lavori rendessero possibile l'elaborazione di un soddisfacente metodo di misurazione di questa categoria di rischio per l'insieme delle operazioni, dovrebbe essere valutata la possibilità di tenerne conto a integrazione del presente schema di misurazione del rischio creditizio. A tale riguardo, sono già in corso studi per esplorare le diverse possibilità.

ii) *Rischio-paese*

31. Dopo attenta valutazione dei vari approcci alternativi, il Comitato ritiene che nessun metodo per incorporare il rischio-paese nel sistema di ponderazione risulta essere pienamente soddisfacente. Le due alternative fondamentali sono costituite da:

- a) una semplice differenziazione fra, da un lato, le attività verso il settore pubblico interno (amministrazione centrale e altri enti del settore pubblico) e, dall'altro, le attività verso enti del settore pubblico di tutti i paesi esteri. In linea di principio un'analoga distinzione può essere fatta altresì fra le attività sull'interno e sull'estero verso banche. Alle attività sull'interno verrebbe applicata una bassa ponderazione, in relazione all'assenza di rischio-paese, mentre quelle sull'estero sarebbero soggette a ponderazioni più elevate, in quanto il rischio-paese è presente, in misura più o meno grande a seconda della loro collocazione geografica, in tutte queste posizioni creditorie; oppure
- b) un approccio basato sulla selezione di un certo numero di paesi a elevato merito di credito, in base a un dato criterio di raggruppamento, e sull'applicazione di basse ponderazioni alle attività estere verso il settore pubblico (e le banche) di questi paesi; attività analoghe verso i paesi non compresi in tale area «preferenziale» verrebbero assoggettate a elevate ponderazioni.

32. L'approccio delineato sub b) presenta alcuni vantaggi concettuali in termini di vigilanza prudenziale quanto alla misurazione del rischio-paese relativo, poiché l'incidenza potenziale di problemi nei pagamenti varia grandemente da un paese all'altro. A ciò si contrappongono però le

difficoltà nel determinare in modo corretto e plausibile quali paesi sarebbero idonei a far parte dell'area preferenziale. Il Comitato ha considerato la possibilità di elaborare parametri oggettivi per la valutazione dell'affidabilità creditizia ma, allo stadio attuale — e finché non saranno completati ulteriori studi — esso ritiene che questo approccio non sia praticabile nella definizione di criteri standard internazionali di applicazione generale e potrebbe comportare gravi complicazioni di ordine amministrativo. E' stato pertanto convenuto che, qualora dovesse essere seguita una procedura sulla falsariga dell'approccio b), la soluzione migliore sarebbe l'adozione, da parte dell'insieme dei paesi membri, del criterio di appartenenza a uno dei raggruppamenti già esistenti di paesi industriali, oppure la scelta discrezionale per le singole autorità di vigilanza nazionali di un gruppo di paesi che a loro giudizio merita un trattamento preferenziale.

33. Gli argomenti pro e contro l'approccio delineato sub a) — la semplice distinzione attività interne/esterne — sono sostanzialmente opposti rispetto a quelli descritti per l'altro metodo. L'approccio a) sarebbe di facile applicazione, non richiedendo alcun raggruppamento selettivo di paesi, ma costituisce un metodo meno soddisfacente per cogliere il rischio-paese relativo. Vi sono però altre considerazioni in favore di questo approccio. In primo luogo il metodo è già adottato in diversi sistemi nazionali (benché due paesi membri della Comunità Europea applichino un approccio analogo a quello descritto sub b) e trattino talune categorie di attività verso istituzioni di altri paesi comunitari al pari delle corrispondenti attività sull'interno). In secondo luogo, l'incidenza effettiva di difficoltà di pagamento — anche se non quella potenziale — sarebbe fronteggiata con accantonamenti, il che in certa misura diminuisce la necessità di una differenziazione per paesi nel sistema di ponderazione del rischio. Infine, limitando la ponderazione ridotta alle attività verso l'amministrazione centrale e gli altri enti del settore pubblico interno il sistema in pratica abbraccerebbe e rispecchierebbe in modo appropriato la quasi totalità delle attività liquide di prim'ordine detenute nella maggior parte dei sistemi bancari.

34. Il Comitato ha soppesato i predetti argomenti, e la maggior parte dei paesi membri ha

concluso che nelle attuali circostanze essa sarebbe in favore dell'alternativa a) (4), ossia dell'applicazione di una ponderazione nulla (ovvero di una bassa ponderazione laddove le autorità di vigilanza nazionali scelgano di incorporare il rischio di interesse) alle attività verso l'amministrazione centrale interna e di una bassa ponderazione alle attività verso gli altri enti del settore pubblico interno (5). Tutte le attività verso enti dei settori pubblici esteri sarebbero soggette a una ponderazione del 100%. Al riguardo sono proposte due eccezioni. In primo luogo, è ritenuta opportuna una minore ponderazione per le attività in moneta locale di cui sono titolari le dipendenze bancarie estere (6), finanziate con passività in moneta locale. In tali circostanze si applicherebbe un coefficiente di ponderazione del 20% per le attività verso l'amministrazione centrale (ma non per quelle verso altri enti del settore pubblico). In secondo luogo, laddove un sistema bancario nazionale è strettamente integrato con quello di un paese vicino e le banche gestiscono tradizionalmente la propria liquidità con acquisizioni di titoli emessi dal governo di quest'ultimo paese finanziate da passività denominate nella stessa moneta, il Comitato ritiene che sia parimenti giustificato un basso coefficiente di ponderazione per tali attività in titoli di Stato esteri. Una siffatta regolamentazione per queste ultime circostanze sarebbe lasciata alla discrezione dell'autorità di vigilanza nazionale.

35. Per quanto concerne il trattamento delle attività interbancarie, è stato proposto che, al fine di salvaguardare l'efficienza e la liquidità del mercato interbancario internazionale, non vi sia alcuna differenziazione fra le posizioni creditorie verso le banche residenti e quelle verso le banche estere. Tuttavia il Comitato opera una distinzione fra, da un lato, i collocamenti a breve presso altre banche, costituenti una forma corrente di gestione della liquidità sul mercato interbancario cui è associato un basso grado di rischiosità, e, dall'altro, i prestiti esteri a più lungo termine a banche non residenti, i quali sono spesso collegati a particolari transazioni e recano un maggiore rischio-paese e/o di credito. E' pertanto proposta una ponderazione del 20% per le attività verso tutte le banche, siano esse sull'interno o sull'estero, con scadenza originaria inferiore a un anno; alle attività a più lungo termine verso le banche nazionali sarebbe applicata una ponderazione del 20%; a

quelle verso banche estere una ponderazione del 100% (7).

36. Nel soppesare i vantaggi relativi dei diversi approcci al rischio-paese descritti nei precedenti paragrafi, un ulteriore aspetto da considerare è che, nel quadro delle discussioni condotte parallelamente in seno alla Comunità Europea, è probabile che entro un anno o due gli Stati membri (che comprendono sette paesi rappresentati nel Comitato) introducano nella legislazione comunitaria il principio che tutte le attività verso le banche, le amministrazioni centrali e gli altri enti del settore pubblico nell'ambito della Comunità Europea vadano trattate alla stessa stregua delle attività verso le istituzioni interne. Ciò significa che, quando il proposto sistema di coefficienti di solvibilità sarà introdotto nella Comunità Europea incorporando tale principio, vi sarà una certa asimmetria nei pesi applicati alle attività sull'interno e sull'estero fra i paesi del Gruppo dei Dieci che non sono membri della Comunità Europea e quelli che ne fanno parte. Questa asimmetria potrebbe non essere di grande rilevanza pratica, poiché l'incidenza delle attività sull'estero verso amministrazioni centrali e altri enti del settore pubblico, così come quella delle attività a lungo termine verso banche situate nell'area comunitaria, è trascurabile rispetto all'ammontare complessivo delle attività bancarie, e una eventuale difformità nella ponderazione non produrrà un effetto significativo sui coefficienti patrimoniali complessivi delle banche. Tuttavia i paesi membri del Comitato non appartenenti alla CEE giudicano sfavorevolmente tale caratteristica del sistema e considerano che essa comporti per loro un certo svantaggio concorrenziale. Nonostante tali preoccupazioni il Comitato ha convenuto che, inizialmente, la proposta contrapposizione interno/estero possa essere accettata. A tempo debito, allorché i proposti coefficienti di solvibilità diverranno legalmente vincolanti per i paesi del Gruppo dei Dieci appartenenti alla Comunità, è possibile che questo approccio debba essere riveduto al fine di ridurre la suddetta asimmetria e le ineguaglianze concorrenziali che ne dovessero conseguire.

37. Nel formulare tali proposte il Comitato invita a formulare osservazioni nel corso del processo di consultazione per quanto riguarda l'approccio al rischio-paese descritto nei paragrafi 31-36.

iii) *Attività verso enti del settore pubblico non appartenenti alle amministrazioni centrali*

38. Il Comitato ha convenuto che non era possibile stabilire una comune ponderazione applicabile a tutte le attività verso enti del settore pubblico interno al di sotto del livello delle amministrazioni centrali (enti locali, imprese pubbliche, ecc.) in considerazione del carattere particolare e della diversa affidabilità di credito di tali istituzioni nei vari paesi membri. Ad esempio, in diversi paesi alcune delle istituzioni in questione hanno la facoltà, analogamente alle amministrazioni centrali, di imporre prelievi fiscali e di emettere titoli negoziabili, mentre altre istituzioni possono essere maggiormente assimilabili alle imprese del settore privato. Il Comitato ha pertanto optato per la soluzione che lascia alla discrezionalità di ciascuna autorità di vigilanza nazionale la determinazione dei fattori di ponderazione appropriati per gli enti del settore pubblico all'interno del proprio paese. Al fine di garantire un certo grado di omogeneità nell'applicazione di tale facoltà discrezionale, il Comitato ha convenuto che i fattori di ponderazione applicati in questo ambito siano 0, 20 oppure 50 per cento. Alle imprese commerciali a capitale pubblico sarà tuttavia applicata una ponderazione uniforme del 100%, al fine di evitare diseguaglianze concorrenziali rispetto ad analoghe imprese commerciali del settore privato.

iv) *Garanzie reali e personali*

39. Il sistema riconosce l'importanza delle garanzie reali come fattore di riduzione del rischio creditizio, ma soltanto in misura limitata. In considerazione della diversità nelle prassi seguite dalle banche nei singoli paesi nell'assunzione di garanzie reali, nonché delle differenti esperienze quanto alla stabilità del valore dei beni materiali o finanziari costituiti in garanzia, non è risultato possibile elaborare una base per incorporare in maniera generale le garanzie reali nel sistema di ponderazione. Il limitato riconoscimento delle garanzie proposto si applicherà ai crediti garantiti da contante o titoli di Stato nazionali, i quali crediti saranno soggetti alla stessa ponderazione applicata al valore costituito in garanzia (ossia a una ponderazione nulla o bassa). I crediti a soggetti privati per l'acquisto di immobili residenziali fanno registrare un livello molto basso di perdite

nella maggior parte dei paesi, e il Comitato ha convenuto che lo schema proposto debba tenerne conto assegnando un fattore di ponderazione del 50% ai prestiti ipotecari per l'acquisto di immobili residenziali erogati ai proprietari utilizzatori diretti. Altri tipi di garanzia reale non sono stati considerati idonei a ridurre i fattori di ponderazione altrimenti applicabili (8).

40. Per quanto riguarda i prestiti e le altre esposizioni con garanzia di terzi, il Comitato propone che i prestiti garantiti dallo Stato e da altri enti del settore pubblico del paese di residenza, oppure da banche residenti (ma non da banche estere), dovrebbero essere soggetti al fattore di ponderazione attribuito a un credito diretto verso il garante (cioè il 20% nel caso delle banche). Per i crediti assistiti da garanzia parziale, la ponderazione ridotta verrebbe applicata soltanto alla frazione di credito coperta dalla garanzia. Gli impegni assunti dalle banche sotto forma di garanzia sarebbero soggetti a un fattore di conversione in rischio di credito pari al 100% (cfr. capoverso v) qui di seguito).

v) *Impegni «fuori bilancio» («off-balance-sheet»).*

41. Il Comitato ritiene estremamente importante che tutte le operazioni fuori bilancio siano comprese nel sistema di misurazione dell'adeguatezza patrimoniale. Al tempo stesso si riconosce la limitatezza dell'esperienza acquisita nella valutazione dei rischi inerenti ad alcune di queste operazioni; inoltre l'adozione di un approccio analitico e di sistemi di segnalazione frequenti e particolarmente non appare del tutto giustificabile per alcuni paesi, laddove l'ammontare di tale tipo di operazioni, e in particolare di quelle riguardanti gli strumenti innovativi più recenti, è soltanto di modesta entità. Il metodo raccomandato, che è conforme nelle linee essenziali a quello descritto nel rapporto del Comitato sul trattamento a fini di vigilanza delle esposizioni fuori bilancio, distribuito alle banche nel marzo 1986, è esaustivo in quanto tutte le categorie di impegni fuori bilancio, comprese le innovazioni più recenti, saranno convertite in equivalenti di rischio creditizio moltiplicando gli ammontari nominali di capitale per un fattore di conversione e ponderando quindi gli importi così risultanti in base alla natura della controparte. Gli strumenti e le tecniche sono suddivisi in cinque ampie categorie (all'interno delle

quali i paesi membri disporranno di un certo grado di discrezionalità nel classificare particolari strumenti a seconda delle loro caratteristiche peculiari nei mercati nazionali):

- a) garanzie aventi il carattere di sostituti del credito (ad esempio fideiussioni, avalli e accettazioni, lettere di credito «stand-by» utilizzate come garanzie finanziarie per il collocamento di prestiti e titoli) — a queste posizioni si applica un fattore di conversione in rischio di credito del 100%;
- b) determinati impegni di firma collegati a transazioni come, ad esempio, fideiussioni a garanzia di offerte e garanzie di esecuzione («bid bonds» e «performance bonds»), garanzie e lettere di credito «stand-by» connesse a specifiche operazioni — fattore di conversione in rischio di credito del 50%;
- c) impegni di firma a breve, autoliquidantisi, collegati a transazioni mercantili (ad esempio, crediti documentari assistiti da garanzia reale sulla fornitura) — fattore di conversione in rischio di credito del 20%;
- d) impegni alla concessione di credito con scadenza originaria superiore a un anno (la scadenza a più lungo termine è assunta a indicatore di massima di un più elevato rischio) e tutte le facilitazioni di tipo NIF e RUF — fattore di conversione in rischio di credito del 50%. Poiché si stima che gli impegni a più breve termine o gli impegni revocabili in ogni momento comportino in generale un rischio assai ridotto, si ritiene giustificato applicare loro per semplicità una ponderazione zero;
- e) strumenti collegati a tassi di interesse o tassi di cambio (ad esempio «swaps», contratti di opzione, «futures»). L'equivalente in termini di rischio creditizio per tali contratti sarà calcolato secondo una delle due modalità descritte nell'Allegato 3.

42. Le poste indicate al punto e) richiedono un trattamento particolare poiché le banche non sono esposte al rischio di credito per l'intero ammontare nominale dei contratti, bensì soltanto per il costo di sostituzione dei relativi flussi monetari qualora la controparte si renda inadempiente. La maggior parte dei membri del Comitato concorda che il metodo corretto per valutare il rischio credi-

tizio di tali posizioni consista nel calcolare il costo di sostituzione corrente ai prezzi di mercato, con l'aggiunta di un fattore che rispecchi l'esposizione potenziale durante la vita residua del contratto. Alcuni paesi membri esprimono tuttavia riserve per la complessità di tale metodo nel quadro di un sistema che opera soltanto distinzioni di massima fra la rischiosità relativa delle diverse poste di bilancio, in particolare nel caso di quelle banche le cui posizioni fuori bilancio rappresentano attualmente solo una parte esigua dei rischi totali. Tali paesi preferirebbero applicare un metodo alternativo consistente in fattori di conversione basati sull'ammontare nominale sottostante a ciascun contratto in funzione del tipo di durata. Il Comitato ha convenuto che, per il momento, sia consentito alle autorità nazionali di scegliere uno dei due metodi.

I particolari dei metodi alternativi sono esposti nell'Allegato 3. Sono gradite osservazioni, in particolare sul secondo metodo che comporta l'applicazione di fattori di conversione al valore capitale nominale.

III. Coefficiente minimo standard

43. La maggioranza dei paesi membri del Comitato considera molto opportuno annunciare fin dall'inizio, come base per le consultazioni con le banche, un valore numerico indicativo che le autorità di vigilanza considerino come il coefficiente patrimoniale minimo che le banche internazionali di propria pertinenza debbano essere spronate a raggiungere entro la fine del periodo di transizione. Essi ritengono che il mancato annuncio di un siffatto parametro all'avvio delle consultazioni verrebbe a privare le banche degli elementi di informazione e di orientamento necessari per verificare e valutare l'impatto dell'applicazione del sistema di misurazione. Due paesi membri, tuttavia, pur avallando l'obiettivo di conseguire una convergenza verso più elevati parametri di adeguatezza patrimoniale, ritengono che non sia opportuno annunciare un valore numerico prima che siano compiute consultazioni approfondite sullo schema proposto e preferirebbero stabilire un coefficiente minimo soltanto dopo un'accurata sperimentazione del sistema e la ricezione dei commenti al riguardo. Questi paesi pre-

feriscono pertanto avviare le consultazioni con le banche dei rispettivi sistemi senza essere vincolati, a questo stadio, a un qualsiasi valore numerico indicativo. Queste e altre questioni concernenti la precisa applicazione dello schema di misurazione nei sistemi nazionali saranno sollevate in documenti consultivi paralleli che le autorità competenti diffonderanno a livello nazionale.

44. Nella determinazione di un appropriato parametro standard internazionale, si pone la scelta fra, da un lato, un coefficiente relativamente basso che le banche di tutti i paesi sono verosimilmente in grado di rispettare nell'immediato e, dall'altro, un valore più elevato, da conseguire entro un certo tempo, che sia coerente con l'obiettivo di rafforzare il grado di patrimonializzazione delle banche internazionali e che possa servire da ragionevole obiettivo minimo sostenibile per la generalità di queste stesse banche. Il Comitato ritiene che sia da preferire quest'ultimo approccio. Il Comitato nel suo insieme non ha, allo stadio attuale, optato per alcun parametro indicativo preciso, ma l'opinione presentemente sostenuta dai dieci paesi che desiderano enunciare fin d'ora un valore numerico come base per le consultazioni è che il coefficiente minimo di capitale in rapporto alle attività di rischio ponderate debba essere dell'8% (con la quota di patrimonio di base pari ad almeno il 4%). Si tratta di un parametro minimo standard che le banche internazionali sarebbero chiamate a rispettare entro la fine del 1992, con un periodo di transizione quinquennale durante il quale le banche potranno operare gli adeguamenti necessari per raggiungere tali livelli.

IV. Disposizioni transitorie e di attuazione

i) Periodo di transizione

45. Sono state concordate disposizioni transitorie per assicurare che venga compiuto un costante sforzo durante il periodo di transizione affinché le singole banche accrescano i coefficienti di capitale in direzione del parametro standard posto come obiettivo finale e siano facilitati l'aggiustamento ordinato e l'integrazione graduale delle nuove regolamentazioni nella pluralità dei sistemi di vigilanza attualmente in vigore.

46. Il periodo di transizione avrà la durata di cinque anni, dalla fine del 1987 alla fine del 1992, data entro la quale tutte le banche impegnate in misura significativa in operazioni internazionali (cfr. paragrafo 50) dovranno conformarsi appieno al parametro standard. Inoltre sarà stabilito un coefficiente intermedio da rispettare entro la fine del 1990 (cfr. paragrafo 49).

47. Nella fase iniziale, a partire dalla fine del 1987, non sarà fissato alcun coefficiente minimo. E' opinione generale del Comitato, tuttavia, che le banche i cui fondi propri si situano ai valori minimi dovranno essere incoraggiate in tutti i modi ad accrescere il grado di patrimonializzazione quanto più rapidamente possibile; il Comitato si attende che nelle banche dei singoli paesi membri non abbia luogo alcuna erosione degli attuali livelli di patrimonializzazione. Pertanto nel periodo di transizione tutte le banche che necessitano di incrementare i fondi propri per portarli al parametro intermedio e finale non dovranno diminuire, neppure temporaneamente, il livello di patrimonializzazione in essere alla fine del 1987 (fatte salve le fluttuazioni che possono intervenire nel periodo in cui viene raccolto nuovo capitale). Alcuni paesi considerano che un livello del 5%, ottenuto applicando lo schema proposto e le disposizioni transitorie, rappresenti un indice ragionevole che le banche a bassa capitalizzazione dovrebbero cercare di raggiungere nel breve periodo. I singoli paesi membri saranno ovviamente liberi di fissare e annunciare, all'inizio del periodo di transizione, il livello di base a partire dal quale tutte le banche dei rispettivi sistemi debbano muoversi per raggiungere i parametri intermedio e finale. Al fine di comparare e valutare i progressi compiuti durante il primo periodo triennale di adeguamento in un modo che tenga conto sia dei sistemi di vigilanza esistenti sia delle nuove regolamentazioni, il Comitato e le autorità dei singoli paesi applicheranno inizialmente la base di misurazione esposta al paragrafo 48.

48. Nel misurare la posizione patrimoniale delle banche all'inizio del periodo triennale, una frazione del patrimonio di base può essere costituita da fondi propri supplementari fino a un massimo del 25% dello stesso patrimonio di base; tale frazione dovrà scendere al 10% entro la fine del 1990. Inoltre per tutto il periodo di transizione sino alla fine del 1992, fatte salve eventuali politi-

che più restrittive che i singoli paesi decidano di applicare, i prestiti subordinati a scadenza determinata possono essere ricompresi senza limiti fra le componenti dei fondi propri supplementari e si potrà rinunciare alla detrazione dell'avviamento dagli elementi del patrimonio di base.

49. Alla fine del 1990 vi sarà un coefficiente minimo intermedio del 7,25% (9), rappresentato per almeno la metà da elementi del patrimonio primario. Tuttavia, nel periodo compreso fra la fine del 1990 e la fine del 1992 il 10% del patrimonio di base prescritto potrà essere costituito da fondi propri supplementari. Ciò significa, in termini approssimativi, che dovrà essere raggiunta entro la fine del 1990 una quota minima di patrimonio primario del 3,6%, costituito almeno in misura del 3,25% da componenti patrimoniali della classe 1. Inoltre, a partire dalla fine del 1990, all'interno dei fondi propri supplementari, gli accantonamenti generali e/o riserve generali per perdite su crediti che siano in parte rettificativi di valori dell'attivo ovvero tengano conto di potenziali perdite non identificate, presenti nel bilancio, dovranno essere limitati a 1,5 — ovvero eccezionalmente a 2,0 (10) — punti percentuali delle attività di rischio.

50. Il periodo di transizione si concluderà alla fine del 1992. A quella data il coefficiente minimo ammonterà all'8% (9); esso dovrà essere costituito per almeno il 4 per cento del patrimonio primario (classe 1: capitale sociale e riserve); fra i fondi propri supplementari, che saranno ammessi in misura non superiore al patrimonio primario, i prestiti subordinati con scadenza determinata non potranno eccedere il 50% del patrimonio di base (classe 1). Inoltre, dalla fine del 1992 gli accantonamenti generali e/o riserve generali per perdite su crediti (aventi le caratteristiche descritte al paragrafo 49) saranno ammessi fra i fondi propri supplementari nella misura massima di 1,25 — o eccezionalmente e temporaneamente di 2,0 — punti percentuali (10).

Per facilitare la consultazione, le disposizioni descritte nei paragrafi 45-50 sono sintetizzate in una tabella nell'Allegato 4.

ii) Attuazione

51. Com'è consuetudine allorché nei paesi membri sono formulati progetti a livello nazio-

nale per modificare prescrizioni di vigilanza, si propone di avviare un processo di consultazione con le banche commerciali e con le altre parti interessate in merito al presente accordo internazionale. Tale consultazione sarà condotta in prima istanza a livello nazionale, e il Comitato si farà carico di coordinare le osservazioni e risposte raccolte dai singoli paesi membri. Si propone che il periodo di consultazione abbia una durata massima di sei mesi (scadenti alla fine del giugno 1988). Parallelamente, le singole autorità nazionali provvederanno a elaborare documenti esplicativi che tengano conto delle particolarità locali nell'applicazione del sistema proposto.

52. Ciascun paese deciderà autonomamente circa i modi in cui le autorità di vigilanza introdurranno ed applicheranno queste raccomandazioni alla luce del rispettivo quadro normativo e della regolamentazione di vigilanza esistente. In alcuni paesi le modifiche alle prescrizioni in materia di adeguatezza patrimoniale potranno essere introdotte, previa consultazione, in tempi relativamente brevi senza la necessità di provvedimenti legislativi. In altri paesi possono rendersi necessarie procedure più complesse, richiedenti, in alcuni casi, un iter legislativo. A tempo debito gli Stati Membri della Comunità Europea dovranno altresì assicurare che il proprio ordinamento sia compatibile con le proposte normative della Comunità in questo campo. Nessuno di questi fattori dovrà comportare sfasamenti temporali nell'attuazione del sistema fra i paesi membri. Ad esempio, alcuni paesi potranno applicare, formalmente o informalmente, lo schema qui descritto parallelamente al sistema attualmente in vigore. Ciò avverrà sicuramente nel periodo iniziale di transizione. In tal modo le banche potranno essere incoraggiate ad avviare tempestivamente il necessario processo di aggiustamento, prima che vengano introdotti in forma ufficiale cambiamenti sostanziali nei sistemi nazionali.

Basilea, dicembre 1987.

(1) Il Comitato è composto da rappresentanti delle banche centrali e delle autorità di vigilanza dei paesi del Gruppo dei Dieci (Belgio, Canada, Francia, Germania federale, Giappone, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia e Svizzera) e del Lussemburgo.

(2) La maggioranza dei paesi membri del Comitato accetta nel suo insieme il pacchetto di proposte. Tuttavia, su taluni elementi dello schema, alcuni paesi sostengono punti di vista divergenti e la loro posizione è riportata nel testo.

(3) Interamente versato (escluse le azioni privilegiate esistenti in alcuni paesi, aventi un diritto di remunerazione non sopprimibile; vedi Allegato 1).

(4) Due paesi membri preferirebbero adottare il metodo *b*), ossia la definizione di un determinato gruppo di paesi industriali.

(5) I paesi membri della Comunità Europea, i cui sistemi di misurazione prevedono un trattamento di talune categorie di attività verso istituzioni di altri paesi comunitari uguale a quello riservato alle attività analoghe sull'interno, propongono di continuare ad applicare questo criterio.

(6) Filiali e - nel caso di bilanci consolidati - filiazioni situate al di fuori del territorio nazionale della casa madre. Nel caso in cui queste filiazioni estere siano situate in altri paesi del Gruppo dei Dieci, ai fini dei requisiti di adeguatezza patrimoniale locali esse sarebbero trattate alla stessa stregua delle altre banche residenti. Poiché l'applicazione dello schema di misurazione alle filiali e filiazioni estere pone alcune

difficoltà di ordine pratico, sono senz'altro desiderabili osservazioni su tale aspetto del sistema.

(7) Un paese membro è propenso ad applicare una ponderazione del 100% a tutte le attività verso banche estere, indipendentemente dalla scadenza.

(8) Un paese membro sostiene che altre forme di garanzie reali, in particolare «land and commercial mortgages», dovrebbero parimenti giustificare una diminuzione dei coefficienti di rischio e che la valutazione dei beni ai fini della garanzia dovrebbe essere rigorosamente definita per assicurare un preciso scarto positivo fra il valore del bene vincolato e l'entità del credito.

(9) Due paesi membri esprimono riserve sull'appropriatezza di questa cifra (cfr. anche paragrafi 43 e 44).

(10) Questi limiti si applicherebbero soltanto nel caso in cui non fosse raggiunto un accordo su una base coerente per includere nel capitale gli accantonamenti non impegnati o riserve senza destinazione specifica (cfr. paragrafi 18 e 19).

Allegato 1

Definizione degli elementi costitutivi del patrimonio

(applicabile alla fine del 1992 - vedi *Allegato 4* per le disposizioni transitorie)

A. Componenti del patrimonio

Classe 1

- a) Capitale azionario versato
- b) Riserve palesi

Classe 2

- a) Riserve occulte
- b) Riserve di rivalutazione
- c) Accantonamenti generali/riserve generali per perdite su crediti
- d) Strumenti ibridi di capitale-debito
- e) Prestiti subordinati a scadenza determinata

L'ammontare degli elementi compresi nelle classi 1 e 2 potrà essere computato come patrimonio, tenuto conto delle limitazioni che seguono.

B. Limiti e restrizioni

- i) il totale degli elementi della classe 2 (elementi supplementari) sarà limitato a un importo pari al 100% del totale degli elementi della classe 1 (patrimonio di base);
- ii) i prestiti subordinati a scadenza determinata saranno considerati per un ammontare massimo pari al 50% degli elementi della classe 1;
- iii) nel caso in cui gli accantonamenti generali/riserve generali per perdite su crediti comprendano accantonamenti volti a rettificare i valori dell'attivo ovvero a tenere conto di perdite potenziali non identificate, presenti

nel bilancio, l'ammontare di tali accantonamenti e riserve da comprendere nel patrimonio sarà limitato all'1,25 o, eccezionalmente e temporaneamente, al 2% delle attività di rischio (1);

- iv) le riserve di rivalutazione degli attivi sotto forma di utili potenziali ma non realizzati su titoli (vedi di seguito) saranno ridotte del 55%.

C. Deduzioni dal patrimonio

Dalla classe 1: Avviamento

Dal patrimonio totale:

- i) Partecipazioni in banche e istituzioni finanziarie affiliate non consolidate.

N.B.: Si presume che lo schema sia applicato ai gruppi bancari su base consolidata.

- ii) Partecipazioni in quote di capitale di altre banche e istituzioni finanziarie (a discrezione delle autorità nazionali).

D. Definizione degli elementi del patrimonio

i) Classe 1:

Comprende solamente il *capitale azionario permanente* (interamente versato) e le *riserve palesi* (riserve generali e riserve legali create o incrementate con attribuzione di proventi non distribuiti o altre eccedenze, quali so-

vrapprezzi di emissione e utili non distribuiti (2)). Quando la contabilità è tenuta su basi consolidate, questa voce include le interessenze di minoranza in affiliate non possedute al 100%. La definizione di patrimonio primario esclude le riserve di rivalutazione e le azioni privilegiate che abbiano una remunerazione predeterminata non riducibile o sopprimibile.

ii) **Classe 2:**

- a) le *riserve occulte* sono incluse negli elementi supplementari a condizione che siano accettate dagli organi di vigilanza. Queste riserve sono costituite da utili non distribuiti al netto delle imposte, che le banche di alcuni paesi possono mantenere come riserva occulta. Pur non essendo identificabili nel bilancio, queste riserve devono avere le stesse caratteristiche e la stessa alta qualità delle riserve palesi; esse pertanto non devono essere gravate da nessun onere né riferirsi ad alcuna passività già conosciuta, ma essere libere e immediatamente disponibili per fronteggiare perdite future impreviste. Questa definizione di riserve occulte non comprende le riserve potenziali presenti negli investimenti in titoli detenuti in bilancio a prezzi inferiori a quelli correnti (vedi di seguito);
- b) le *riserve di rivalutazione* possono sorgere in due modi. In primo luogo, in alcuni paesi è consentito alle banche (e ad altre imprese commerciali) di rivalutare periodicamente le proprie immobilizzazioni materiali — di regola gli stabili di proprietà — per adeguarne il valore ai prezzi di mercato. In alcuni casi l'entità di tale rivalutazione è stabilita per legge. Questo tipo di rivalutazione si riflette sul bilancio con l'iscrizione di una riserva di rivalutazione.

La seconda ipotesi si verifica quando non sono permesse rivalutazioni formali e si creano pertanto plusvalenze o riserve di rivalutazione tacite o potenziali. In alcuni sistemi bancari le plusvalenze potenziali insite negli investimenti di lungo periodo in azioni, in presenza di una sensibile variazione del corso di mercato rispetto al

costo storico di registrazione, possono assumere una consistenza rilevante.

Entrambi i tipi di riserve di rivalutazione possono essere inclusi nella classe 2 purché gli attivi cui si riferiscono siano stati valutati con criteri cautelativi e tenendo pienamente conto delle possibilità di fluttuazione dei prezzi e di vendita forzata. Per le riserve di rivalutazione potenziali è stata prevista una deduzione del 55% in considerazione della volatilità potenziale di questi guadagni di capitale non realizzati e del carico fiscale implicito;

- c) *accantonamenti generali/riserve generali per perdite su crediti*: gli accantonamenti costituiti per perdite future non ancora identificate sono liberamente disponibili per fronteggiare perdite al loro verificarsi, e hanno pertanto le caratteristiche necessarie per la loro inclusione fra gli elementi supplementari del patrimonio. Le riserve specifiche costituite a fronte della perdita di valore di determinati cespiti attivi o a fronte di passività note dovrebbero invece essere escluse. Inoltre, nel caso in cui gli accantonamenti generali/riserve generali per perdite su crediti comprendano accantonamenti volti a rettificare i valori dell'attivo ovvero a tenere conto di perdite potenziali non identificate presenti nel bilancio, l'ammontare di tali fondi da comprendere nel patrimonio sarà limitato a un massimo dell'1,25% — o, eccezionalmente e temporaneamente, fino al 2% — degli attivi a rischio (1);
- d) *strumenti ibridi di capitale-debito*. Sotto questa rubrica viene considerata una serie di strumenti che associano caratteristiche tipiche dei fondi propri con altre tipiche dell'indebitamento. Tali strumenti differiscono da paese a paese; tuttavia, essi dovrebbero soddisfare le seguenti condizioni:
- essere non garantiti, subordinati e completamente pagati;
 - non essere redimibili su iniziativa del detentore o senza il previo consenso dell'autorità di vigilanza;
 - essere disponibili per coprire perdite senza che la banca sia obbligata a cessare la propria attività (contrariamente

a quanto avviene per i prestiti subordinati tradizionali);

- anche quando sia previsto un obbligo di pagamento di interessi non riducibile o sopprimibile (contrariamente a quanto avviene per il dividendo delle azioni ordinarie), deve essere possibile differire la remunerazione quando la redditività della banca non è sufficiente a permetterne il pagamento.

Le azioni privilegiate che abbiano queste caratteristiche possono essere incluse in questa categoria. Sono inoltre compresi in questa categoria i seguenti strumenti, che vengono riportati a titolo di esempio: «long-term preferred shares» in Canada, «titres participatifs et titres subordonnés à durée indéterminée» in Francia, «Genussscheine» in Germania, «perpetual subordinated debt and preference shares» nel Regno Unito e «mandatory convertible debt instruments» negli Stati Uniti. Gli

strumenti ibridi di capitale che non rispondono ai criteri riportati possono essere inclusi nella categoria e) seguente;

- e) *prestiti subordinati a scadenza determinata*: comprendono i tradizionali prestiti subordinati non garantiti a scadenza fissa e le azioni privilegiate redimibili di durata limitata. Contrariamente a quelli inclusi nella categoria d), gli strumenti di questa categoria non sono di norma disponibili per coprire le perdite di una banca che continua la propria attività. Per tale ragione, la loro inclusione nel patrimonio è limitata a un importo pari al 50% del capitale di classe I.

(1) Questo limite si applicherà solamente se non sarà possibile raggiungere un accordo per la definizione di modalità coerenti per la computabilità nel patrimonio degli accantonamenti non impegnati o delle riserve generali (cfr. paragrafi 18 e 19).

(2) Compresi, a discrezione delle autorità nazionali, gli accantonamenti a riserva effettuati nel corso dell'anno con assegnazione di utili non distribuiti dell'esercizio corrente.

Allegato 2

Fattori di ponderazione del rischio per categorie di attività in bilancio

0%	<ul style="list-style-type: none"> a) Contante e valori assimilati b) Disponibilità e crediti nei confronti della banca centrale nazionale c) Crediti verso l'amministrazione centrale nazionale d) Titoli emessi dall'amministrazione centrale nazionale (1) e) Prestiti e altre attività con garanzia in valori di cassa o titoli dell'amministrazione centrale nazionale (1), oppure crediti totalmente garantiti dall'amministrazione centrale nazionale 	20%	<ul style="list-style-type: none"> a) Attività verso le banche interne ed estere con scadenza originaria inferiore a un anno b) Attività verso le banche nazionali con scadenza originaria pari o superiore a un anno, e prestiti garantiti da banche residenti c) Attività in moneta locale verso amministrazioni centrali di Stati esteri finanziate con passività in moneta locale d) Valori di cassa in corso di riscossione
0% o 20%	<ul style="list-style-type: none"> a) Attività verso la BIRS e le banche regionali di sviluppo (a discrezione delle autorità nazionali) (I paesi della CEE tratterebbero in maniera conforme le istituzioni comunitarie) 	0%, 20% o 50%	<ul style="list-style-type: none"> a) Attività verso enti del settore pubblico nazionale diversi dall'amministrazione centrale (a discrezione delle autorità di vigilanza) e crediti garantiti da tali enti

50%	a) Mutui a proprietari utilizzatori diretti per l'acquisto di immobili residenziali, totalmente assistiti da garanzia ipotecaria	f) Proprietà immobiliari e altri investimenti (comprese le partecipazioni non consolidate in altre società)
100%	a) Attività verso soggetti del settore privato b) Attività all'estero verso banche estere con scadenza originaria pari o superiore a un anno c) Attività verso amministrazioni centrali estere (laddove non è applicato il 20%) d) Attività verso imprese commerciali a capitale pubblico e) Stabili, impianti e attrezzature e altri investimenti fissi a uso funzionale	g) Titoli rappresentativi di quote di capitale emessi da altre banche (se non dedotti dal patrimonio) h) Altre attività

(1) Alcuni paesi membri intendono applicare fattori di ponderazione ai titoli emessi dall'amministrazione centrale nazionale per tener conto del rischio di investimento. Questi fattori sarebbero, ad esempio, del 10% per tutti i titoli, oppure del 20% per i titoli con vita residua pari o superiore a un anno.

Allegato 3

Fattori di conversione del credito per le voci «fuori bilancio»

Il sistema proposto tiene conto del rischio di credito delle esposizioni «fuori bilancio» applicando appositi fattori di conversione alle diverse categorie di strumenti o contratti di tale tipo. Tali fattori di conversione, che rispecchiano l'entità stimata e la probabilità del concretizzarsi dell'esposizione creditizia, nonché il grado di rischio relativo individuato nel documento a cura del Comitato «The management of banks' off-balance-sheet exposures: a supervisory perspective» pubblicato nel marzo 1986 (*), sono riportati qui di seguito. I fattori di conversione del credito verrebbero quindi moltiplicati per i pesi applicabili alle categorie delle controparti adottati per le operazioni iscritte in bilancio (cfr. Allegato 2).

Tipi di strumenti	Fattori di conversione	
1. Sostituti diretti del credito, quali le garanzie (comprese le «stand-by letters of credit» utilizzate come garanzie finanziarie per prestiti e titoli) e le accettazioni (compresi gli avalli aventi carattere di accettazione)	100%	
		2. Determinati impegni di firma collegati a transazioni (come «bid bonds», «performance bonds» e «stand-by letters of credit» collegate a specifiche operazioni)
		50%
		3. Impegni di firma a breve, autoliquidantisi, collegati a operazioni commerciali (quali i crediti documentari assistiti da garanzia reale sulla fornitura)
		20%
		4. Vendite con patto di riacquisto e cessioni di credito pro-solvendo, quando il rischio creditizio permane a carico della banca (1)
		100%
		5. Acquisti a termine, depositi «forward forward» e quote da versare per azioni/obbligazioni che rappresentano impegni a esazione certa
		100%
		6. Facilitazioni in appoggio all'emissione di titoli (facilitazioni NIF e RUF)
		50%
		7. Altri impegni alla erogazione di credito (come accordi «stand-by» e linee di credito) con scadenza originaria superiore a un anno
		50%

8. Impegni analoghi con scadenza originaria inferiore a un anno o revocabili in qualsiasi momento 0%

9. Posizioni collegate ai tassi di cambio e di interesse (cfr. sotto)

(N.B.: Ai paesi membri è lasciata una certa discrezionalità nell'includere particolari strumenti nelle categorie da 1 a 8 a seconda delle caratteristiche assunte da questi nei rispettivi mercati nazionali.)

Esposizioni collegate ai tassi di cambio o di interesse

Le posizioni collegate ai tassi di cambio e di interesse richiedono un trattamento particolare poiché le banche non sono esposte al rischio creditizio per l'intero ammontare nominale dei contratti sottostanti, bensì soltanto a un rischio pari al costo potenziale di sostituzione del «cash flow» (sui contratti con valore intrinseco positivo) se la controparte si rende inadempiente. Gli ammontari equivalenti in termini di esposizione creditizia dipenderanno, tra l'altro, dalla vita residua del contratto e dalla volatilità dei tassi cui è collegato il contratto stesso.

Nonostante l'ampia gamma di diversi strumenti sul mercato, la base teorica adottata per la valutazione del rischio creditizio è la stessa per la totalità degli strumenti. Essa si fonda su uno studio del comportamento di coppie bilanciate di «swaps» in differenti ipotesi di volatilità dei tassi. Per i contratti in cambi, che comportano uno scambio di capitale alla scadenza e sono generalmente esposti a una maggiore volatilità dei corsi, sono stati proposti fattori di conversione più elevati. I contratti collegati ai tassi di interesse (2) comprendono gli «swaps» di tassi in una stessa valuta, i «basis swaps», i «forward rate agreements», i «futures», le opzioni su tassi di interesse acquistate e strumenti assimilabili. I contratti collegati ai tassi di cambio (2) comprendono i «cross-currency interest rate swaps», le negoziazioni in cambi a termine, i «futures», le opzioni in valuta acquistate e strumenti assimilabili. Sono esclusi i contratti in cambi con scadenza originaria non superiore a 7 giorni.

Sarà consentita l'esclusione, nella ponderazione ai fini del coefficiente patrimoniale, di stru-

menti collegati a tassi di cambio e di interesse allorché ricorra una delle due seguenti condizioni. In primo luogo, gli *strumenti negoziati in Borsa* possono essere esclusi se sono soggetti alla costituzione di margini di copertura giornalieri. In secondo luogo, ai costi di sostituzione *totalmente coperti da garanzie* costituite da contante o titoli di Stato può essere applicato il fattore di ponderazione dello strumento costituito in garanzia (nella maggior parte dei casi pari a zero).

Il Comitato ha preso in considerazione l'opportunità di una *compensazione* di «swaps» (e contratti analoghi), ma ha convenuto che ciò non sarebbe stato consentito fintanto che non fosse stato stabilito definitivamente, in base a fondate considerazioni giuridiche, che tali contratti siano effettivamente compensabili. La questione è comunque oggetto di ulteriore esame.

Le *opzioni acquistate fuori Borsa* sono incluse con gli stessi fattori di conversione degli altri strumenti, ma tale trattamento potrà essere riveduto alla luce di ulteriori studi, nonché delle osservazioni raccolte presso gli operatori del mercato.

Metodo basato sull'esposizione corrente

La maggioranza delle autorità di vigilanza dei paesi del Gruppo dei Dieci è dell'opinione che il modo migliore per valutare il rischio creditizio delle posizioni in discorso consista nel richiedere alle banche di calcolare il costo di sostituzione dei contratti ai prezzi correnti di mercato, cogliendo così l'esposizione corrente senza la necessità di stime, e di aggiungere quindi un fattore («maggiorazione») che rispecchi l'esposizione potenziale futura per la durata residua del contratto. Si propone che, al fine di calcolare l'ammontare equivalente di credito delle posizioni fuori bilancio collegate ai tassi di cambio e/o di interesse, le banche sommino:

- il costo totale di sostituzione ai prezzi correnti di mercato (marking to market) di tutti i contratti con valore intrinseco positivo, e
- un ammontare corrispondente all'esposizione creditizia futura, calcolato sulla base del totale del valore capitale nominale dei contratti sottostanti, suddivisi secondo la loro vita residua, come segue:

Vita residua	Contratti sui tassi di interesse	Contratti sui tassi di cambio
Inferiore a 1 anno	0%	1,0%
Pari o superiore a 1 anno	0,5%	5,0%

Nessuna esposizione creditizia potenziale verrebbe calcolata per gli «swaps» fra tassi d'interesse variabili su una stessa valuta; l'esposizione creditizia a fronte di tali contratti sarebbe valutata esclusivamente in funzione del loro valore ai prezzi correnti di mercato.

Nella scelta delle maggiorazioni appropriate, il Comitato ha fatto riferimento all'analisi sulla volatilità compiuta dalla Banca d'Inghilterra e dagli organi federali di vigilanza USA e pubblicata nel marzo 1987 come appendice alle proposte per l'adeguatezza patrimoniale basata sulla ponderazione del rischio, presentate congiuntamente dalle autorità dei due paesi (codici di riferimento 1015E e 1361d). In relazione ai commenti formulati su tali proposte, sono state apportate numerose modifiche alle modalità seguite per il computo delle «maggiorazioni» nel predetto documento congiunto. Tali modifiche sono consistite:

- nel tener conto di strumenti «par» e «non-par» (ossia con valore positivo, nullo, negativo — «in-the-money», «at-the-money» o «out-of-the-money»). Ciò ha comportato una riduzione dei parametri, in quanto i rischi sono stati considerati su una base di portafoglio complessivo;
- nell'utilizzare un più basso limite di confidenza;
- nell'attualizzare i flussi monetari (a un tasso di sconto del 5%).

Si è semplificato notevolmente il metodo di calcolo delle «maggiorazioni», eliminando la scomposizione per scadenze su base annuale e applicando il fattore di esposizione potenziale non a ciascun contratto, bensì al totale del valore capitale nominale dell'intero portafoglio di ogni banca, indipendentemente dal fatto che i contratti abbiano un valore corrente positivo o meno. Sebbene questa nuova modalità comporti un minor grado di precisione, poiché si rende necessario assumere una certa ipotesi della configurazione del portafoglio, ivi compresi i tassi ai quali sono stati stipulati i contratti e la loro distribuzione per sca-

denze, si ritiene che essa rappresenti un compromesso accettabile fra l'esigenza di rilevare il rischio e quella di evitare un'eccessiva complessità.

Metodo basato sull'esposizione originaria

Alcuni paesi del Gruppo dei Dieci ritengono che il suddetto metodo in due fasi, che comporta una valutazione riferita ai prezzi correnti di mercato, sia troppo complesso rispetto al resto del sistema di misurazione proposto. Essi sono in favore di un metodo più semplice, in cui l'esposizione creditizia potenziale viene stimata per ciascun tipo di contratto, applicando un fattore di ponderazione teorico al capitale e prescindendo dal valore di mercato che il contratto può avere a una certa data di segnalazione. È stato pertanto convenuto che debbano essere compiuti «tests» per stabilire un metodo per la conversione in rischio creditizio che sia compatibile con quello basato sull'esposizione corrente dianzi descritto (3). Inoltre, nel decidere quali debbano essere i predetti fattori di conversione teorici, si è deciso che sia adottato un criterio prudenziale in quanto non verrebbe tenuto conto dell'esposizione corrente.

Al fine di determinare gli importi equivalenti di esposizione creditizia impiegando il metodo basato sull'esposizione originaria, le banche applicheranno semplicemente una delle due serie di fattori al valore capitale nominale di ciascun contratto, in funzione della tipologia e della scadenza dello stesso. Sono proposti, come base per la consultazione, i seguenti fattori di conversione:

Scadenza (4)	Contratti sui tassi di interesse	Contratti sui tassi di cambio
Inferiore a 1 anno	0,5%	2,0%
Da 1 anno a meno di 2 anni	1,0%	6,0% (ossia 2% + 4%)
Per ogni anno addizionale	1,0%	4,0%

Si sottolinea che i fattori di conversione proposti sono provvisori e potranno essere modificati sulla base delle osservazioni formulate dagli operatori del mercato o di cambiamenti nella volatilità dei tassi di cambio e di interesse.

Il Comitato prevede che l'ammontare di credito equivalente, sia esso calcolato secondo il me-

todo dell'esposizione corrente o quello dell'esposizione originaria, vada successivamente ponderato nel quadro del sistema in base alla natura della controparte; la maggior parte dei paesi membri ritiene che alle transazioni in questione vada comunque applicata una ponderazione massima del 50%, in considerazione del fatto che le controparti per tali tipi di strumenti, in particolare per i contratti a lungo termine, sono di regola di prim'ordine.

(1) Queste poste sono ponderate in base al tipo di attività e non in base alla categoria della controparte nella transazione.

(2) Esclusi gli strumenti negoziati nelle Borse valori (cfr. paragrafo seguente).

(3) Le autorità di vigilanza nazionali potranno permettere alle singole banche di propria pertinenza di scegliere quale metodo adottare, fermo restando che alle singole banche non sarà permesso di passare da un metodo all'altro.

(4) La maggior parte dei paesi membri preferisce basare il computo sulla scadenza originaria poiché, se i contratti non sono valutati ai prezzi di mercato, è necessario tener conto dei movimenti dei tassi dall'epoca in cui è stato stipulato ciascun contratto. Inoltre, l'esposizione a fronte della maggior parte delle negoziazioni in cambi è massima nell'ultimo anno della loro durata contrattuale, con l'approssimarsi della data alla quale avviene lo scambio dei capitali. Altri paesi membri, per contro, preferiscono utilizzare la vita residua per il fatto che l'incidenza potenziale di perdite a fronte di un qualsiasi contratto è in funzione del periodo di tempo mancante alla scadenza finale. Si invita a formulare osservazioni in merito.

(*) Traduzione italiana pubblicata nel Bollettino Economico della Banca d'Italia, n. 7, ottobre 1986 (n.d.t.).

Allegato 4

Disposizioni transitorie

VOCI	Periodo iniziale	Fine 1990	Fine 1992
1. Coefficiente minimo	Livello in essere a fine 1987	7,25%	8,0%
2. Formula di misurazione	Patrimonio primario più 100%	Patrimonio primario più 100% (3,625% + 3,625%)	Patrimonio primario più 100% (4% + 4%)
3. Fondi propri supplementari ammessi nel patrimonio primario	Fino al 25% del patrimonio primario totale	Fino al 10% del patrimonio primario totale (ossia 0,36%)	Nessuno
4. Accantonamenti generali e/o riserve generali per perdite su crediti ammessi nei fondi propri supplementari (1)	Nessun limite	1,5 punti percentuali, o eccezionalmente fino a 2,0 punti percentuali	1,25 punti percentuali, o eccezionalmente e temporaneamente fino a 2,0 punti percentuali
5. Prestiti subordinati a scadenza determinata ammessi nei fondi propri supplementari	Nessun limite (discrezionale)	Nessun limite (discrezionale)	Fino al 50% del patrimonio primario
6. Deduzione per l'avviamento	Dedotto dal patrimonio primario (discrezionale)	Dedotto dal patrimonio primario (discrezionale)	Dedotto dal patrimonio primario

N. B.: Il Comitato nel suo insieme non ha prescritto per il momento alcun coefficiente minimo patrimoniale. I valori indicati alla riga 1 sono quelli proposti dai dieci paesi membri che desiderano annunciare dei parametri indicativi come base di consultazione.

(1) Questo limite si applicherebbe soltanto nel caso in cui non si pervenisse ad un accordo su base coerente per l'inclusione nel patrimonio degli accantonamenti e/o riserve non impegnati (cfr. paragrafi 18 e 19).

Ordinamento degli enti pubblici creditizi

L'adozione del modello della società per azioni

Questa memoria è il risultato di riflessioni maturate all'interno della Banca d'Italia e sviluppate anche attraverso un fruttuoso confronto di opinioni con studiosi che hanno attivamente partecipato al dibattito dottrinario che si è svolto in materia. Delinea la cornice entro la quale le innovazioni proposte possono attuarsi nel rispetto delle specificità dei diversi enti bancari pubblici.

1. Premessa

La rispondenza dell'attuale struttura organizzativa della banca pubblica allo svolgimento di una attività di impresa ha formato oggetto di riflessione nella Relazione della Banca d'Italia relativa all'anno 1986, in sede di considerazioni finali.

L'invito è a valutare se, a tutela della parità concorrenziale, occorra modificare il quadro normativo ove esso risulti di ostacolo a che le medesime regole di comportamento economico si applichino a tutte le strutture bancarie.

La logica che impone agli enti creditizi privati di remunerare i detentori del capitale e di competere per attrarre fondi patrimoniali comporta l'assunzione di regole la cui utilizzazione anche nel settore pubblico concorrerebbe a rendere più trasparenti le funzioni-obiettivo e meno probabili operazioni non rispondenti a rigorose finalità di reddito.

Il tema è stato impostato nel capitolo di Vigilanza della stessa Relazione della Banca d'Italia ove si afferma la maggiore adattabilità dei modelli associativi all'esigenza di una base partecipativa più allargata, apportatrice di diverse esperienze, e si esprime il convincimento che anche nell'ente pubblico sarebbe utile avvalersi di strutture di tipo azionario del capitale.

La proposta riguarda una evoluzione ulteriore degli enti creditizi pubblici: dalla fondazione alla corporazione, e ora alla società in mano pubblica, quale conclusione degli interventi effettuati negli anni recenti.

Il disegno non è volto a privatizzare la proprietà, almeno per la parte necessaria a mantenere il comando, ma all'assunzione di un modello di

organizzazione, la società per azioni, compiutamente disciplinato dal diritto comune.

2. Fasi dell'evoluzione delle strutture organizzative pubbliche.

Nel passato meno recente, allorché per ragioni di interesse pubblico si sentì l'esigenza di costituire organismi bancari, il modello utilizzato fu quello della fondazione. Così è stato per i Banchi meridionali, il «Montepaschi», il «Sanpaolo» e per le Casse di risparmio.

Nel '900 si fece invece ricorso alla forma della corporazione partecipata da diversi soggetti in prevalenza pubblici. Così è stato per il CREDIOP, la «Bancoper», l'IMI, e, successivamente, per gli istituti mobiliari meridionali di credito speciale e i mediocrediti. Le loro strutture rivelano l'ispirazione societaria; tuttavia lo statuto dettato in funzione delle peculiarità operative li sottrae in larga misura alle regole di diritto comune che disciplinano le società per azioni.

Nella sistemazione bancaria degli anni '30, pur adottandosi il modello della impresa, non si affrontò la questione della eterogeneità delle strutture delle banche in mano pubblica nell'ambito stesso della categoria e rispetto alle banche private; rimase isolato il caso delle banche di interesse nazionale, per le quali si conservò la forma societaria.

Il tema che oggi si propone alla riflessione, concernente l'utilità di adottare la struttura societaria, rappresenta — come detto — uno sviluppo delle linee di riforma elaborate agli inizi degli anni '80, quando si maturò la convinzione che occorreva agire per ridurre i vincoli che le specifi-

cità statutarie imponevano all'esplicarsi dell'impresa.

L'azione svolta si è risolta in una riforma delle relative discipline per avvicinare — fermo restando il pluralismo delle categorie di enti individuate dalla legge — i modelli organizzativi a quelli propri del diritto comune, avendo come punto di riferimento la società per azioni.

Sui risultati conseguiti la valutazione prevalente è positiva. E' oramai generalmente condivisa la tesi secondo cui la banca pubblica non deve rintracciare la sua giustificazione in finalità specifiche, ma semplicemente nell'obiettivo di accrescere la efficienza allocativa del sistema. A questo ruolo è connaturato uno scopo di produzione del reddito e di funzionalità imprenditoriale.

Tale impostazione ha prodotto conseguenze di notevole rilievo. Dalla normativa riguardante l'operare degli enti sono caduti impropri condizionamenti. Numerose banche pubbliche hanno raccolto capitale di rischio sui mercati, rendendo possibile la rivitalizzazione dei conti del patrimonio; a quest'ultimo può ora fare riferimento una vigilanza prudenziale, proporzionando l'autonomia operativa della banca alla sua solidità. Il carattere imprenditoriale della banca ha ricevuto affermazione di principio ad opera del legislatore. La giurisprudenza della Cassazione ha concluso per il carattere privatistico dell'attività creditizia, indipendentemente dalla natura dell'ente che la svolge.

Si viene ora manifestando l'esigenza di una ulteriore fase evolutiva.

Le riflessioni sul tema in esame riguardano soprattutto l'ente di grandi dimensioni, chiamato al confronto con altri operatori su mercati integrati a livello internazionale e per il quale appare appropriato il ricorso agli stessi modelli societari utilizzati dalle imprese concorrenti.

Una tendenza a rendere omogenee le strutture dei diversi tipi di enti esercenti il credito si è manifestata anche in altri ordinamenti della CEE che, trovandosi in condizioni analoghe alle nostre, si sono mossi nella direzione di ridurre le differenze tra i diversi tipi di banche.

In Francia, in particolare, nel 1984 è stata introdotta con legge una generale uniformità di statuto per i sette tipi prevalenti di banche. Successivamente il rapporto governativo Pastré ha propo-

sto ulteriori passi nella direzione dell'eliminazione delle frontiere giuridiche tra le diverse categorie di enti creditizi (c.d. «banalisation des banques»).

Per quanto concerne in particolare le Casse di risparmio, da un'analisi delle riforme intervenute in molti Stati emerge la sostanziale coincidenza dei problemi attuali di questa categoria di aziende di credito. La legge bancaria danese del 1975, la riforma francese del 1983, il piano di riorganizzazione avviato nel 1976 nel Regno Unito e infine, per gli Stati Uniti, la legge dell'ottobre 1982 — pur nelle diverse situazioni — hanno variamente determinato modifiche nella struttura degli organi di vertice, parificazioni o avvicinamenti operativi delle «Casse» alle banche commerciali, ristrutturazioni organizzative anche molto complesse volte a consentire l'accesso al mercato dei capitali.

Sotto un profilo più generale che trascende l'ambito del credito, si rileva che in Gran Bretagna è stato da tempo avviato un processo di assimilazione dell'impresa pubblica a quella privata che, attraverso modificazioni delle formule organizzative e delle regole di condotta, persegue lo sviluppo della concorrenza, l'incremento dell'efficienza delle imprese pubbliche e la riduzione dei finanziamenti statali ad esse destinati. Particolarmente significativo appare il c.d. processo di «cold privatisation» che si articola nella preventiva trasformazione di una «public corporation» in un organismo societario di nuova costituzione soggetto alle leggi vigenti per tutte le società.

Anche in Germania si è registrata negli ultimi anni una tendenza generale a trasformare, tramite l'adozione di formule organizzative più agili, le imprese a statuto di diritto pubblico in imprese a statuto di diritto privato.

3. Assetti istituzionali e concorrenza bancaria.

Il mercato bancario tende verso nuove condizioni operative caratterizzate, tra l'altro, da una crescente pressione concorrenziale. In tale direzione muovono l'azione delle autorità creditizie, i fattori di innovazione finanziaria nonché la progressiva unificazione dei mercati finanziari internazionali.

Il processo di armonizzazione normativa tra i paesi della CEE e la liberalizzazione dei movimenti di capitale non solo consentono di spostare fondi da un paese ad un altro, ampliando le forme di investimento possibili per il risparmiatore, ma permettono anche alle istituzioni finanziarie di ogni Paese di operare negli altri, sia attraverso propri insediamenti, sia prestando servizi al di là delle frontiere.

Ulteriori spinte alla concorrenza provengono dalle innovazioni tecnologiche e operative che hanno reso meno evidenti le tradizionali linee di demarcazione tra l'attività delle banche e quella degli altri intermediari.

Nei mercati finanziari la concorrenza si realizza mediante la creazione di nuovi strumenti; questi tuttavia, quando hanno successo, vengono rapidamente imitati, cosicchè non è possibile mantenere a lungo le posizioni di vantaggio che essi hanno consentito di acquisire.

Il progresso tecnologico nelle comunicazioni e nell'elaborazione dei dati ha abolito le barriere spaziali e temporali tra i mercati nazionali, poichè gli operatori dei principali centri finanziari dispongono contemporaneamente delle stesse informazioni. L'attività finanziaria si svolge lungo tutto l'arco delle ventiquattr'ore in un unico mercato mondiale.

L'operare in un contesto di accresciuta concorrenzialità comporta che la capacità reddituale delle istituzioni creditizie acquisti sempre maggiore rilievo.

In questa linea sono stati introdotti dalle Autorità creditizie rapporti obbligatori di adeguatezza patrimoniale, che collegano capacità operativa a patrimonio e quindi crescita dimensionale a profittabilità.

Alcune banche pubbliche presentano elementi di inefficienza — misurati dalla elevatezza dei costi operativi medi unitari — spesso sottovalutati perchè la segmentazione dei mercati permette di traslare sugli operatori, tramite alti differenziali di tasso, gli elevati oneri di gestione.

L'inefficienza può essere considerata come effetto sul comportamento delle singole unità microeconomiche dei condizionamenti esterni per via della connessione esistente tra la struttura di

mercato — ancora caratterizzata da una scarsa pressione concorrenziale collegata soprattutto a posizioni oligopolistiche — e i risultati aziendali.

Si può tuttavia affermare che nell'attuale assetto delle banche pubbliche vi sono fattori di potenziale inefficienza che possono agire allorchè non sia chiaro il confine tra peculiari finalità statutarie e criteri di funzionamento dell'impresa bancaria.

Inoltre, l'attuale struttura della banca pubblica, impedendo o limitando la possibilità di aumentare i mezzi propri mediante il reperimento di capitali di rischio, può ostacolarne la ricapitalizzazione restringendone le possibilità di crescita. Nè è solo questione di mezzi patrimoniali: la presenza di soci forniti di capacità imprenditoriali, che si affiancano al socio pubblico di maggioranza e allo stesso management, può agevolare scelte di gestione orientate verso obiettivi e modelli di tipo imprenditoriale, attivando i più puntuali strumenti di intervento e di controllo tipici della forma societaria.

La riconduzione degli schemi organizzativi ad un modello di tipo societario avrebbe l'effetto di soddisfare l'esigenza che tutti gli operatori si trovino ex ante in uguali condizioni dal punto di vista delle potenzialità competitive; il rapporto concorrenziale tra attività bancaria pubblica e attività bancaria privata verrebbe reso effettivo sottoposta la prima alle medesime norme cui è sottoposta la seconda.

L'obiettivo dell'uniformità delle condizioni competitive non è riferibile soltanto ai grandi operatori poichè la concorrenza va accentuandosi anche nei mercati bancari periferici. Sussiste un problema di adeguamento organizzativo che specificamente riguarda gli enti pubblici minori nei quali si identifica la maggioranza delle Casse di risparmio. Per queste banche l'effetto distorsivo della struttura istituzionale sul processo di crescita è più evidente; esso può ravvisarsi nell'andamento meno regolare e meno veloce dei processi di ricapitalizzazione e nelle difficoltà di ricercare la dimensione ottimale attraverso processi di concentrazione.

L'utilizzo della forma giuridica della società per azioni per agevolare tali processi è stato già oggetto di una proposta della Banca d'Italia, recepita in alcune iniziative parlamentari.

4. Dal diritto pubblico al diritto comune: il modello della società per azioni.

Il quadro normativo in cui si collocano gli enti pubblici registra già da tempo l'attenuazione degli elementi di applicazione generale.

L'espressione «ente pubblico», anche con riferimento alla più delimitata categoria degli enti pubblici economici che qui è presa in considerazione, non assume più un significato univoco, ma deve oramai ritenersi un mero «nomen iuris» che non richiama l'applicabilità di un individuato corpo di norme e di istituti giuridici.

Di qui la conseguenza che predicare la pubblicità di un ente non serve a dare indicazioni operative, le quali vanno invece ricercate nella disciplina specifica che lo riguarda.

Il ricorso alla costituzione dell'ente pubblico trovava la sua ragione in una concezione che considerava ascrivibile solo a questo il perseguimento di obiettivi specifici normativamente precostituiti, quali la devoluzione di parte degli utili a opere di pubblica utilità, la partecipazione della Pubblica Amministrazione al capitale dell'ente stesso e alle nomine degli esponenti.

Diversamente l'evoluzione anche meno recente dell'ordinamento è nel senso che tali caratteri non sono prerogativa esclusiva degli enti pubblici, ma che i medesimi possono essere presenti anche in enti di diritto privato.

La disciplina delle società svolge ormai anche la funzione di generale tecnica di regolazione dei rapporti con partecipazione dello Stato o di altri enti pubblici. Il diritto pubblico tende, per converso, a presentarsi sempre più come «ius singulare», regolatore dei casi e dei modi di esercizio dell'autorità.

Già la relazione al Codice Civile (paragrafo n. 998) identificava nella «disciplina comune delle società per azioni» il modello da «applicarsi anche alle società con partecipazioni dello Stato o di enti pubblici, senza eccezioni, in quanto norme speciali non disponessero diversamente» allorché la mano pubblica intendesse «assicurare alla propria gestione snellezza di forme e nuove possibilità realizzatrici».

L'adozione del modello societario assicurerebbe alle imprese bancarie pubbliche che lo ac-

cogliessero una posizione istituzionale più favorevole con riferimento alla possibilità di:

- far appello per il proprio capitale di rischio al risparmio di massa;
- operare con i terzi avvalendosi di una maggiore snellezza operativa;
- offrire ai creditori d'impresa maggior trasparenza;
- individuare con esattezza doveri e responsabilità dei componenti gli organi di gestione.

Sotto il profilo della raccolta del risparmio destinato ad alimentare i mezzi propri della banca è indubitabile che la disciplina comune delle società per azioni fornisce un quadro di riferimento di maggior salvaguardia per gli investitori.

I titoli azionari, che rappresentano il capitale di rischio, conferiscono diritti patrimoniali e amministrativi ben noti al pubblico. Le caratteristiche di certezza e tipicità rendono detti titoli meglio accettati agli investitori; la connotazione di omogeneità rispetto ai titoli emessi dalle altre imprese, appartenenti al settore bancario e non, agevola il confronto e sollecita la concorrenzialità, fondata sui risultati di gestione e sulla solidità del patrimonio.

Per quanto concerne i rapporti con i terzi, va ricordata l'importanza della tutela assicurata a coloro che entrano in rapporto con le società per azioni dalle norme in materia di rappresentanza della società e di pubblicità degli atti sociali, le quali non trovano invece applicazione nei confronti degli enti pubblici.

La posizione dei risparmiatori chiamati a sottoscrivere per fini d'investimento il capitale delle imprese bancarie, nonché quella dei depositanti e degli altri creditori, trova salvaguardia nelle norme dettate in tema di valutazione di bilancio, di integrità del patrimonio sociale, di distribuzione degli utili e di pubblicità degli atti delle società.

In tale quadro, il principio della responsabilità limitata sembra oramai alimentare non solo le regole tradizionali rivolte alla protezione del patrimonio dei singoli soci, ma, opportunamente, nuove regole rivolte a far conoscere a coloro che entrano in rapporto con la società la sua effettiva condizione patrimoniale, in considerazione della

circostanza che solo su questa essi possono fare assegnamento.

L'autonomia della impresa, e segnatamente di quella di grandi dimensioni, risulta meglio presidiata da istituti riguardanti le responsabilità degli amministratori; la loro natura ed estensione, nei mandati conferiti con procedure pubbliche, presentano caratteri di minor certezza.

Si profilano altresì, in prospettiva, nuovi indirizzi comminatori che spostano dal piano penale a quello della invalidità degli atti e del danno patrimoniale da risarcire la reazione dell'ordinamento contro gli abusi, secondo un'ottica che appare più conforme ai fenomeni economici e che risolve in termini patrimoniali il danno e la sanzione.

Per quanto concerne l'azione di responsabilità nei confronti degli esponenti degli attuali enti pubblici bancari, va ricordato che sussistono incertezze sulla via da seguire e in particolare circa le norme alle quali richiamarsi per l'esercizio della stessa.

E' pur vero che anche con riferimento alle norme che regolano questa materia nel diritto comune delle società è stata sottolineata l'inadeguatezza della vigente disciplina della responsabilità degli amministratori ad assicurare, rispetto a qualunque struttura dell'azionariato, un controllo e uno stimolo all'efficienza. Ma ciò non vale a vanificarne la validità e soprattutto a disconoscere il pregio, in termini comparativi, della maggior certezza.

Merita particolare considerazione la funzione che il parametro dell'interesse sociale può svolgere a tutela dell'impermeabilità della struttura societaria rispetto a finalità estranee alla logica d'impresa.

L'agire in forma societaria imporrebbe alle banche pubbliche, in piena coerenza con il principio richiamato nell'art. 1, 1° comma, del D.P.R. 27.6.1985 n. 350, la separazione tra logiche e obiettivi che informano l'attività (necessariamente volti al conseguimento dell'utile) e logiche e obiettivi che attengono alla destinazione da parte di ciascun socio dei risultati dell'attività ad esso spettanti.

Per gli enti pubblici creditizi la dicotomia tra norme regolanti l'organizzazione e norme discipli-

nanti l'attività è stata affermata dalla Corte di Cassazione con la sentenza del 23 maggio scorso.

L'assunzione da parte degli enti suddetti della veste di società per azioni consentirebbe di rendere omogenei il regime dell'attività e quello dell'organizzazione, ferma restando la natura pubblica della proprietà.

All'istituto della società per azioni va oramai assegnato un carattere di universalità che deriva dalla presenza di un substrato comune a tutte le esperienze nazionali, in grado di assicurare una sufficiente omogeneità di disciplina anche a livello internazionale. La sfera di applicazione del modello giuridico della società per azioni tende così a coincidere con il mercato e a seguirne via via l'evoluzione.

Il diritto pubblico, per la sua natura autoritativa, ha un ambito di validità limitato al territorio dello Stato che lo emana e riproduce specificità che derivano dalla storia politica e economica del singolo Paese e perciò i suoi istituti non si espandono in modo uniforme sul piano plurinazionale. Il diritto delle società, invece, condizionato in misura inferiore dalle specificità dei singoli Stati, si mostra in grado di recepire senza traumi le innovazioni, ovunque esse siano prodotte, quando risultino migliorative dei meccanismi cui sono affidati l'impresa e i rapporti con i terzi.

In virtù dell'esistenza di un organico corpo di norme e di un'antologia di indirizzi giurisprudenziali che risolvono i problemi applicativi, le società di diritto comune, nei fenomeni organizzativi e nei rapporti con i terzi, si avvalgono di un grado adeguato di univocità della disciplina giuridica che progressivamente si estende dal singolo Stato a sfere plurinazionali.

In ambito europeo, l'arricchimento della disciplina del modello avviene in modo uniforme per effetto delle direttive di armonizzazione emanate dalla Comunità, nelle quali si compendiano gli apporti che positivamente rivengono dalle esperienze dei singoli Stati membri.

5. Ruolo e disciplina degli istituti di credito pubblici.

Sussiste un generale consenso in ordine alla circostanza che attualmente la banca pubblica —

eredità di un contesto socio-economico ormai superato — è un elemento strutturale che supporta il pluralismo e la concorrenza nei mercati; essa garantisce la separatezza tra la banca e i possibili prenditori del credito che non possono acquisire il controllo del suo capitale.

L'interesse pubblico giustifica quindi la disciplina della proprietà e non altre deroghe al diritto comune.

Nel settore del credito però si configurano ancora una pluralità di categorie di banche pubbliche che si distinguono per la estensione delle disposizioni speciali di legge che le riguardano. Va posto il problema se queste vincolino oltre il necessario.

Occorre valutare in che misura la disciplina legislativa vigente per le banche pubbliche consenta di adottare il modello della società per azioni senza rinunciare alla pubblicità della proprietà.

Rispetto a questo criterio la legge risulta condizionante per le Casse di risparmio, l'IMI e i mobiliari meridionali; non sembra esserlo per il CREDIOP e gli istituti di credito di diritto pubblico di cui all'art. 5 lett. a) l.b.

I vincoli speciali che riguardano gli ICDP si rinvergono nel complesso degli artt. 4, 5, 27, 1° comma, e 40, 5° comma della l. b., dal quale si evince che sono caduti i limiti di legge preesistenti sulla materia dell'organizzazione dell'impresa; che questa è definita mediante una procedura che si conclude con l'approvazione delle autorità creditizie (1).

L'autonomia dell'ente in base alle norme citate opera nel senso che, sia pure con il concorso dell'approvazione ministeriale, l'ente può assumere formule organizzative affatto speciali sicché può operare in questo campo secondo uno «ius singulare», ovvero decidere di far ricorso al diritto comune.

Valgono solo i limiti fissati dalla legge, che sono rappresentati dalla necessità che gli enti non escano dalla categoria prevista dall'art. 5 l.b., nella quale sono collocati e dalla necessità che la loro disciplina organizzativa non venga sottratta al potere di approvazione previsto dall'art. 27.

La norma speciale contenuta nell'art. 27 l.b., a ben vedere, coglie l'esigenza di interesse generale e la soddisfa nella misura necessaria e sufficiente, in quanto stabilisce che le norme statutarie del-

l'ente non possono essere modificate autonomamente, così garantendo una disciplina della «qualità» del capitale che conservi l'ente medesimo nella categoria dell'art. 5 della legge bancaria.

In sintesi può dirsi che l'autonomia statutaria può liberamente esplicarsi purchè il relativo esercizio non sottragga gli istituti al potere di gestione pubblica. Essa consente oggi che l'ente si risolva a rimuovere formule organizzative improprie e utilizzi gli schemi del diritto della società per azioni, in modo tuttavia che il loro uso non confligga con l'esigenza di assicurare in mano pubblica il controllo del capitale.

A conclusioni analoghe consente di pervenire la sostanziale delegificazione della disciplina del CREDIOP prodottasi con l'emanazione della legge n. 23/1981. L'art. 13 della legge in questione, infatti, demanda oggi allo statuto dell'ente — da approvarsi anch'esso con decreto del Ministro del Tesoro, sentito il CICR — il compito di determinare il capitale e le norme per il suo aumento, i partecipanti e le modalità dei trasferimenti di quote nonché la disciplina degli organi, dell'organizzazione e del funzionamento del Consorzio.

6. Le soluzioni possibili

Occorre individuare le modalità da seguire per assoggettare la struttura alla disciplina dettata dal diritto comune per le società per azioni senza alterare le relazioni specifiche che le singole fondazioni e corporazioni hanno nel tempo instaurato con l'ordinamento pubblico.

Diviene necessario ricercare i meccanismi meglio rispondenti alle esigenze di ordine bancario nonché le modalità di attuazione giuridicamente idonee allo scopo.

Le soluzioni immaginate sono due: la prima è quella della *trasformazione* dell'ente, il quale assume direttamente la forma della società per azioni; la seconda prevede invece lo *scorporo* dell'azienda bancaria ed il suo conferimento in una società per azioni costituita dall'ente stesso.

In entrambi i casi indicati è opportuno che, tra le diverse configurazioni di società per azioni ipotizzabili, la scelta si orienti sulla società per azioni di diritto comune.

La disciplina delle società per azioni contempla, oltre al modello ordinario, quello della società di interesse nazionale di cui all'art. 2461 c.c., che prevede possibilità di scostamenti in materia di nomine, di gestione sociale, trasferibilità delle azioni, diritto di voto.

Non si ravvisano tuttavia ragioni che consiglino di derogare alla disciplina di diritto comune.

Da un lato infatti non si avverte l'esigenza di rafforzare un controllo che già deriva da una partecipazione che deve essere maggioritaria, dall'altro, con riferimento allo schema della società di interesse nazionale, va notato che l'esperienza delle BIN non ha comportato il ricorso a deroghe di ampia portata. Per queste banche la specialità di disciplina comporta solo che gli azionisti residenti in paesi extracomunitari sono privati del voto in assemblea e che gli statuti sociali e le loro modificazioni devono essere approvati con decreto del Ministro del Tesoro, sentito il CICR.

Proprio dall'esperienza delle BIN — per le quali non sono state sfruttate le potenzialità derogatorie offerte dall'art. 2461 c.c. — si trae conferma che l'attività degli enti creditizi tende generalmente ad inquadrarsi — in quanto attività di impresa — nelle regole di diritto comune.

a) trasformazione diretta in società per azioni.

La via della «trasformazione diretta» appare appropriata solo per gli enti a base corporativa.

L'esistenza di un capitale diviso in quote, infatti, consente in questi casi — a differenza di quanto avviene per le fondazioni — di individuare senza difficoltà a quali soggetti e in che misura attribuire le azioni della nuova società.

Ove in occasione della riforma non si ritenga di voler immediatamente superare le vigenti specificità statutarie in materia di nomina degli organi sociali, queste potrebbero in tutto o in parte essere mantenute in applicazione del disposto degli artt. 2458 e 2459 c.c.

Venendo alle modalità di attuazione della trasformazione, occorre anticipare che l'assunzione da parte di enti pubblici della disciplina societaria mediante la semplice modifica statutaria può condurre a qualche incertezza di risultato. Non è infatti sicuro il conseguimento dell'applicabilità

piena e definitiva delle norme di diritto comune riguardanti le società per azioni.

La procedura si articolerebbe in due fasi: nella prima l'assemblea dei partecipanti dell'ente dovrebbe deliberare di assumere il modello della società per azioni nella disciplina del proprio statuto; nella seconda le Autorità dovrebbero approvare le modifiche deliberate.

Il problema che si pone è se l'esito di questo procedimento sia un assoggettamento pieno alle disposizioni del codice civile, con l'unica specificità dell'applicazione dell'art. 27 l.b., ovvero se gli enti bancari pubblici verrebbero semplicemente disciplinati a somiglianza di società per azioni senza assumerne però definitivamente la natura giuridica.

In quest'ultimo caso non risulta sicura l'applicazione delle norme in tema di omologazione, riduzione del capitale per perdite, impugnativa di bilancio, insolvenza, reati societari; nè sarebbe agevole l'individuazione degli interessi preminenti che possano valere da criterio guida nella interpretazione delle norme.

La via della trasformazione diretta in società per azioni degli enti creditizi pubblici che hanno natura di fondazione non appare praticabile per considerazioni che attengono principalmente alla loro struttura.

I predetti enti sono infatti privi di effettivi titolari del capitale e per essi la pubblicità, cioè la riferibilità allo Stato, non si basa sulla circostanza che il capitale è di proprietà di soggetti dell'apparato pubblico, ma su norme che attribuiscono alla Autorità pubblica poteri di intervento sulla struttura.

Occorrerebbe creare dal nulla le regole di attribuzione del capitale.

In tali ipotesi il criterio per l'imputazione del pacchetto azionario sarebbe forse quello del soggetto possibile destinatario delle somme risultanti dalla liquidazione dell'ente pubblico. Ne deriverebbe, nella maggior parte dei casi, una concentrazione della titolarità azionaria in capo al Tesoro dello Stato con evidenti riflessi negativi sul piano generale.

Il Tesoro, infatti, diverrebbe nel contempo socio dominante, autorità di controllo e grande debitore delle principali banche pubbliche.

Invero il progetto va realizzato senza alterare l'assetto pluralistico che caratterizza il sistema creditizio. Data la rilevanza delle dimensioni e del volume di attività svolta dalle singole imprese bancarie interessate è necessario che ciascun ente si mantenga autonomo. In caso contrario, si produrrebbe una concentrazione dei centri decisionali nell'ambito del sistema creditizio che non appare compatibile con la tendenza dei mercati bancari interni verso assetti più marcatamente competitivi.

Il pluralismo degli operatori, inteso non solo da un punto di vista quantitativo, ma anche come differenziazione nella proprietà delle imprese del sistema, è infatti condizione della concorrenza. La concentrazione bancaria, anche sotto il profilo del controllo della proprietà, va evitata quando comporta il venir meno dell'effettiva diversificazione dei comportamenti imprenditoriali.

Sussiste dunque la necessità che, a presidio della concorrenza, vi siano anche all'interno dello schieramento delle banche pubbliche in forma societaria centri direzionali distinti, capaci di valutazione autonoma delle esigenze di impresa.

Tali considerazioni non escludono eventuali ipotesi di concentrazione delle imprese; le relative decisioni tuttavia, devono discendere da scelte gestionali delle banche in funzione di una maggiore efficienza e redditività.

b) scorporo dell'azienda bancaria e suo conferimento in una società per azioni.

L'altra soluzione che prevede lo scorporo dall'ente dell'azienda bancaria e il suo conferimento in una società per azioni costituita dall'ente stesso, è la via da preferire. Essa merita un esame attento sotto più risvolti.

Questa soluzione si distingue dalla precedente poiché comporta che i compiti dell'ente si realizzino non direttamente, sibbene mediante un altro soggetto — o più di uno — costituito in forma societaria e avente per oggetto l'attività creditizia di modo che complessivamente si manifesti e si realizzi il ruolo in passato svolto direttamente dalla banca pubblica (2).

Lo scorporo è particolarmente appropriato per gli enti a struttura di fondazione (Monte dei Paschi, Istituto Bancario San Paolo, Banco di Na-

poli, Banco di Sicilia, Banco di Sardegna), ma può essere effettuato anche da quelli a struttura corporativa (CREDIOP e Banca Nazionale del Lavoro); non richiede modifiche della legislazione bancaria.

L'attività creditizia può essere svolta secondo modalità corrispondenti a quelle di qualsiasi altra attività imprenditoriale. In particolare essa è suscettibile di scomposizione in fasi giuridicamente autonome nel rispetto dei limiti giuridici e tecnici che la concernono.

E' ben noto il processo, ampiamente diffuso, secondo il quale un'impresa economicamente unitaria si fraziona giuridicamente in diverse fasi, ciascuna delle quali fa capo ad un distinto soggetto di diritto e dà luogo a separati rapporti giuridici.

Tale fenomeno ha molteplici manifestazioni, fra le quali domina quella dei gruppi di società, che fanno capo ad una «holding», che non si occupa della produzione o dello scambio, attività queste svolte dalle società operative.

Ciò dà luogo ad una situazione giuridicamente rilevante, per la quale una impresa può essere esercitata, oltre che direttamente, anche in modo indiretto e mediato. La Cassazione ha precisato che la holding realizza, attraverso le controllate, un proprio interesse mediato e indiretto.

Questo modo indiretto e mediato di realizzare l'interesse sociale altro non è se non una modalità di attuare l'oggetto sociale.

La rilevanza giuridica dell'esercizio indiretto dell'attività di impresa trova riscontro in una serie di disposizioni di diritto positivo che regolano espressamente fattispecie di svolgimento in via mediata di determinate attività ovvero presuppongono tale fenomeno.

Significativa è anzitutto la norma dell'art. 2361 c.c., contenente il divieto per le società di assumere partecipazioni in altre imprese quando, per la misura e per l'oggetto, ne risulti sostanzialmente modificato l'oggetto sociale della partecipante. Un tale divieto intanto si giustifica in quanto l'attività della società controllata sia considerata essa stessa oggetto della società partecipante, anche se da questa esercitata in via indiretta. La stessa Relazione al codice civile collega la norma in questione al divieto di porre in essere, anche solo in via mediata, una sostanziale modi-

fica dell'oggetto sociale in assenza di conforme delibera assembleare.

Un'altra norma che attribuisce rilevanza all'esercizio indiretto dell'impresa è l'art. 2429 bis, primo comma, c.c. il quale dispone che «la relazione degli amministratori deve illustrare l'andamento della gestione nei vari settori in cui la società ha operato, anche attraverso altre società da essa controllate». L'agire attraverso società controllate è considerato dalla norma in questione un «modo» — fungibile con quello diretto — di esercizio dell'attività di impresa della società controllante.

Nel definire la nozione di «società controllata», l'art. 2359 n. 3, attribuisce rilevanza al controllo azionario indiretto, equiparandolo al controllo diretto e confermando così ulteriormente l'equivalenza tra esercizio diretto e indiretto del potere direzionale di impresa.

In tema di disciplina della concorrenza, l'art. 2598 n. 3, nel reprimere determinate modalità di svolgimento dell'attività di impresa che si risolvono in atti di concorrenza sleale, pone sullo stesso piano comportamenti che integrano tali fattispecie, indipendentemente dalla circostanza che l'azione lesiva sia stata posta in essere in modo diretto o indiretto.

Nell'ambito delle norme che presuppongono l'equivalenza dell'esercizio diretto o indiretto dell'impresa può essere ricondotto anche l'art. 2358 c.c. il quale, dopo aver ribadito che la società non può accordare prestiti né fornire garanzie, esclude l'applicazione di tali divieti alle operazioni effettuate per favorire l'acquisto di azioni non solo da parte dei dipendenti della società stessa, ma anche di quelli di società controllanti o controllate.

Anche al di fuori della normativa codicistica è dato rinvenire una serie di disposizioni, tra le quali gli artt. 6,7,9 e 10 della legge 4 giugno 1985, n. 281, accomunate dalla caratteristica di equiparare in modo esplicito determinati atti o situazioni indipendentemente dalla circostanza che siano stati, rispettivamente, compiuti o posti in essere direttamente ovvero per il tramite di società controllate.

Ulteriore argomento è ricavabile dal D.P.R. n. 454 del 29/10/1987 emanato in attuazione della

recente legge valutaria n. 599 del 26/10/1986 il quale all'art. 3 n. 2, stabilisce che sono «investimenti diretti»..... «quelli in società capogruppo che controllano direttamente società operative» e non invece quelli in altri enti o società finanziarie.

Si è andata così delineando una distinzione tra le holdings che costituiscono un modo strutturale organizzativo di esercitare la propria attività commerciale e quelle che hanno per oggetto il possesso di partecipazioni in diversi settori, o la realizzazione di operazioni finanziarie.

Il compimento in via indiretta di operazioni è previsto anche dall'art. 38 della legge bancaria e dall'art. 1 della legge 17 aprile 1986, n. 114, norme queste, merita sottolineare, nelle quali l'agire in via mediata non va inteso solo come attività in qualche modo fraudolenta o simulata.

Anche la giurisprudenza giunge con sempre maggiore frequenza a soluzioni che presuppongono, pur senza richiamarla espressamente, la teoria dell'esercizio indiretto dell'attività di impresa. Così è stato ritenuto lecito l'uso del marchio della capogruppo da parte di società collegate, per il realizzarsi di una sostanziale unicità dell'attività di impresa tra tutte le società suddette.

In sede di disciplina *antitrust* comunitaria è pacifica la tesi della riferibilità alla controllante del comportamento tenuto dalla controllata nello svolgimento della propria attività. La normativa italiana sulle concentrazioni nell'editoria, del resto, si allinea a tale orientamento riferendo alla controllante comportamenti e possessi delle controllate o delle collegate (cfr. l'art. 3 legge 25 febbraio 1987, n. 67).

Se l'assunzione del modello della società per azioni da parte degli enti bancari pubblici si realizza con il passaggio dall'esercizio diretto a quello indiretto dell'attività bancaria, si hanno le seguenti implicazioni:

- l'ente non vede modificata la sua natura bancaria poichè identici restano l'oggetto sociale e gli scopi statuari; ma si articolano diversamente le modalità di conseguimento dell'oggetto e di perseguimento degli scopi;
- l'ente conseguentemente resta sottoposto a vigilanza bancaria diretta.

Contro l'affermazione di cui all'ultimo punto è stato, tra l'altro, rilevato che esistono numerose norme riguardanti il controllo bancario dei cui precetti sono certamente destinatari soltanto gli immediati e diretti esercenti l'attività.

In proposito si osserva che è ben ipotizzabile, in relazione alla duttilità del materiale giuridico di cui è composta la legge bancaria, selezionare un insieme di misure, fra quelle previste dalla vigente disciplina, che risulti appropriato per un soggetto che si limiti sostanzialmente ad indirizzare, attraverso il controllo, l'attività di impresa.

Può essere superata anche la possibile obiezione, secondo la quale, qualora si seguisse l'orientamento proposto, si dovrebbe altresì considerare sottoposto alla legge bancaria qualsiasi socio di controllo delle aziende di credito.

Al riguardo si rileva che nel caso considerato l'organizzazione cui si darebbe luogo verrebbe caratterizzata da un nesso funzionale tra l'ente pubblico e la società per azioni controllata, configurante un'impresa articolata in fasi, una partecipazione in base alla quale la partecipata svolge l'attività costituente l'oggetto della controllante; l'entità e la qualità dell'investimento di quest'ultima sono tali da esaurirne il campo di attività e per ciò stesso è indicato nello statuto dell'ente che l'oggetto sociale è perseguito indirettamente.

Si tratta dunque di condizioni affatto particolari; ove si verificassero anche in altri casi porrebbero il problema dell'applicazione del controllo di vigilanza e della sua estensione.

A conclusione della delineata riorganizzazione si avrebbe la conversione globale del patrimonio dell'ente, già formato dai beni aziendali, in patrimonio pressochè unicamente costituito dai titoli azionari relativi alla partecipazione nella società per azioni.

Per esigenze aziendali potrebbe avvenire che il progetto non si realizzi immediatamente; vi sarebbero pertanto dei passaggi intermedi caratterizzati da una distribuzione tra l'ente pubblico e la società per azioni dei cespiti patrimoniali o dei rami dell'impresa.

In questi casi lo statuto dell'ente scorporante dovrebbe mantenere la previsione dell'esercizio

diretto, accanto a quello indiretto, dell'attività bancaria.

7. Le strutture organizzative.

Le soluzioni indicate nei paragrafi precedenti pongono problemi differenti sotto il profilo delle regole cui uniformare le strutture organizzative.

Esse appaiono di minore complessità nel caso in cui è l'ente pubblico che assume esso stesso la configurazione societaria; nell'ipotesi invece dello «scorporo» occorre riguardare non solo le distinte figure soggettive ma anche i reciproci rapporti.

Nel caso della trasformazione diretta, che riguarda solo gli enti «corporazione», lo statuto dovrebbe innanzitutto prevedere una disciplina che blocchi le azioni necessarie per il controllo pubblico. Nella elezione degli amministratori e dei sindaci la maggioranza pubblica si darebbe carico di eventuali esigenze di rappresentanza di ordine istituzionale.

Al fine di agevolare il collocamento delle azioni sul mercato e la presenza attiva di altri soci imprenditori, potrebbero essere previsti anche meccanismi di elezione che assicurino la rappresentanza delle minoranze. Il «dualismo» degli organi verrebbe realizzato nei limiti consentiti dall'istituto civilistico della delega di poteri.

Nel caso dello scorporo vanno considerati sia lo statuto dell'ente scorporante sia quello della società bancaria derivata.

Quanto al primo, nelle norme statutarie dovrebbe prevedersi che l'ente esercita indirettamente l'attività creditizia e che la partecipazione di controllo nella società bancaria non è cedibile. Per quanto riguarda gli investimenti del patrimonio, le ragioni della «separatezza» tra banca e industria richiedono che siano previsti vincoli per evitare che l'ente estenda la propria attività verso settori non compatibili con l'intermediazione bancaria, senza pregiudizio per gli scopi di ordine generale che si ritenesse di perseguire nella destinazione dell'utile.

Il tema dei rapporti tra l'ente scorporante e la società bancaria rileva inoltre in questa sede soprattutto sotto il profilo dell'esercizio del potere di nomina che compete al primo in quanto titolare del pacchetto azionario di maggioranza.

Si è già sottolineato il particolare nesso funzionale che legherebbe i due soggetti, caratterizzandoli come unica impresa articolata in più fasi. Tale connessione suggerisce l'opportunità di conservare un collegamento tra gli organi dell'ente e della società, mediante la coincidenza delle persone titolari di alcune cariche. E' sufficiente che il collegamento venga stabilito nella regolamentazione statutaria del solo ente pubblico, come regola per l'esercizio dei poteri amministrativi connessi alla partecipazione di controllo; si tratterà cioè di una disciplina che, pur riverberando i suoi effetti sulla partecipata, resterà, per così dire, esterna all'atto costitutivo della società, il cui schema non derogherebbe al diritto comune.

Nel modellare le soluzioni appropriate occorre tener conto, da un lato, dell'attuale organizzazione degli enti pubblici, ispirata, per quel che concerne il potere di amministrazione, al «dualismo» degli organi e, dall'altro, della possibilità che la procedura di scorporo richieda in taluni casi gradualità di attuazione.

Come già detto, si può ipotizzare sia un assetto definitivo, relativo alla dismissione dell'intera gestione bancaria, sia un assetto intermedio nel quale rimangano all'ente alcuni elementi dell'azienda.

Nel caso di realizzazione ancora parziale dello scorporo, cioè nell'assetto intermedio, il principio del «dualismo» nella ripartizione delle competenze amministrative tra un organo di indirizzo e controllo ed uno di gestione attiva troverebbe ancora applicazione. A quel principio sarebbero condizionati i criteri di scelta degli organi di vertice della società. Esigenze di economia organizzativa suggeriscono infatti che nello statuto dell'ente scorporante sia previsto che la scelta degli amministratori della partecipata ad esso spettanti ricada sugli stessi membri dell'organo amministrativo più ristretto dell'ente (comitato esecutivo). La struttura complessiva risponderebbe a criteri di razionalità: il Consiglio d'amministrazione dell'ente, al quale già spettano poteri di in-

dirizzo e controllo, continuerebbe ad esercitarli anche nei confronti della partecipata, svolgendo le competenze tipiche dell'azionista; il comitato esecutivo continuerebbe ad avere la responsabilità della gestione attiva dove essa viene richiesta nella nuova struttura.

Nell'assetto definitivo, riducendosi il ruolo dell'ente a quello esclusivo di azionista, il principio del «dualismo» avrà come estremo logico sviluppo il collocamento dei due organi nelle due distinte unità dell'impresa. Il Consiglio di amministrazione dell'ente resterà da solo a svolgere le funzioni necessarie e sufficienti per la gestione della holding; nella scelta dei consiglieri della società bancaria, spettanti in base alla quota azionaria posseduta, avrà maggiore discrezionalità. Potrebbero comunque continuare a coincidere — nei due organismi — Presidente, Vice Presidente e Direttore Generale.

Non sembrano necessarie considerazioni specifiche sull'organizzazione della partecipata che può strutturarsi secondo l'articolazione prevista dal codice civile. Tuttavia, fino a quando permane nell'ente scorporante la struttura dualistica, il numero dei componenti il consiglio di amministrazione della partecipata dovrebbe coincidere con quello dell'organo di gestione attiva dell'ente pubblico: eventuali ampliamenti potrebbero riflettere soltanto esigenze di rappresentanza di azionisti privati di minoranza.

8. Aspetti fiscali.

Un problema di particolare rilievo è quello tributario poiché sarebbero difficilmente praticabili soluzioni che presentassero costi fiscali rilevanti. Si impone pertanto un primo sommario esame delle principali implicazioni di ordine tributario connesse alla realizzazione del progetto.

Limitando l'indagine alle imposte dirette — alle quali si ricollega in misura preponderante l'incidenza fiscale delle operazioni in esame (3) — si osserva che il sistema fiscale italiano appare improntato al criterio di limitare l'imposizione agli atti di esercizio dell'impresa escludendo, di mas-

sima, gli atti organizzativi come quelli che si andrebbero a compiere, in quanto non costituenti di per sé fatti generatori di reddito.

In tal senso sono orientate le norme del TUIR (D.P.R. 22.12.1986 n. 917) che prevedono la neutralità fiscale delle fusioni e delle trasformazioni tra società di capitali. Lo stesso testo unico non esclude tuttavia la tassazione per altre ipotesi parimenti riconducibili a fenomeni organizzativi quali, ad esempio, gli scorpori effettuati nell'ambito di processi di ristrutturazione di gruppo. Le eventuali plusvalenze emergenti in tali circostanze sono infatti soggette a tassazione.

Poiché tale criterio impositivo può ostacolare l'attuazione di più efficienti strutture produttive, in passato il Legislatore ha all'occorrenza emanato provvedimenti di agevolazione tendenti ad equiparare fiscalmente gli scorpori alle fusioni (cfr. ad es. art. 34 L. 576/75, la cui efficacia è stata estesa dall'art. 10 L. 904/77 al 31.12.80).

In considerazione dell'interesse generale a che il progetto di riforma della banca pubblica si realizzi e in coerenza con gli interventi sopra richiamati, dovrebbero essere emanate disposizioni volte a favorire sotto il profilo fiscale anche le operazioni che di tale progetto costituiscono esplicazione.

Anche a legislazione invariata il progetto di riforma è peraltro realizzabile ricorrendo a modalità operative atte a minimizzarne il costo fiscale.

L'adattamento a queste esigenze potrebbe però comportare tempi e soluzioni negoziali non coerenti con logiche funzionali, ma solo finalizzati al conseguimento di economie fiscali.

Passando ad esaminare le due fattispecie di trasformazione prospettate nei paragrafi precedenti è possibile formulare in via interpretativa le seguenti ipotesi di trattamento tributario.

La trasformazione diretta in società per azioni di una banca pubblica costituita in forma di corporazione può beneficiare, per effetto del richiamo espresso dell'art. 126 TUIR, del principio di neutralità previsto per le trasformazioni di società dall'art. 122 primo comma del TUIR. Tale tipo di trasformazione si iscrive infatti in una lo-

gica di continuità nella soggezione della banca al medesimo sistema di imposta.

Dal canto loro, i soggetti titolari della proprietà dell'ente pubblico-corporazione non registrerebbero incrementi o decrementi del proprio patrimonio, ma solo una sua diversa configurazione. Ciò è in particolare vero nel caso di trasformazione in azioni dei titoli di partecipazione e di risparmio eventualmente emessi dalle banche pubbliche, considerata l'espressa equiparazione sancita dall'art. 41, comma secondo, del TUIR.

Occorre peraltro ricordare che talvolta il Legislatore, nel disciplinare particolari fenomeni di modifiche istituzionali, ha preferito confermare espressamente l'indifferenza fiscale dell'operazione anche ai fini dell'imposizione indiretta.

L'operazione di scorporo si presenta più articolata. La via dello scorporo, infatti, implica l'emergere di plusvalenze nette insite nell'azienda unitariamente conferita, nonché del valore di avviamento con conseguente tassazione a carico dell'ente scorporante (combinato disposto degli artt. 54, 5° comma e 9, 2° comma TUIR).

Ne consegue che l'operazione sarebbe in concreto praticabile nella misura in cui fosse possibile compensare le plusvalenze e il valore di avviamento con eventuali minusvalenze insite nelle poste patrimoniali del bilancio dell'ente scorporante. L'entità di queste ultime diverrebbe quindi determinante al fine di individuare i rami dell'azienda e i beni che è possibile conferire al nuovo organismo in condizioni di neutralità fiscale.

Una soluzione alternativa potrebbe consistere nell'effettuare il trasferimento dei beni mediante un conferimento iniziale minimo al capitale della nuova società per azioni e, quindi, attraverso la vendita di singoli cespiti alla società stessa.

In questa ipotesi la discrezionalità consentita in ordine alla determinazione del prezzo incontra il solo limite prudenziale di cui all'art. 2343 bis c.c..

Queste modalità di effettuazione dello scorporo, finalizzate essenzialmente a superare l'ostacolo dell'onere fiscale, potrebbero peraltro — come è stato già in precedenza sottolineato —

non essere coerenti con i tempi e gli obiettivi di una logica di ottimizzazione strutturale. Pertanto appare auspicabile che il risultato della neutralità fiscale sia conseguito attraverso un'apposita norma di legge che riconosca nello scorporo di aziende da banche pubbliche uno strumento per realizzare una più articolata struttura organizzativa delle banche stesse. In questa ottica, gli effetti fiscali dello scorporo potrebbero essere equiparati a quelli della trasformazione, fiscalmente neutra, attraverso un provvedimento di sospensione d'imposta, che non richiederebbe alcuna copertura finanziaria in quanto relativo ad operazioni che altrimenti non verrebbero poste in essere.

(1) Nel corso della ricerca è stato posto il problema della vigenza dell'art. 27 l.b. e dei limiti che deriverebbero dall'art. 97 della Costituzione che formula una riserva di legge per ciò che attiene «all'organizzazione dei pubblici uffici».

E' stata prospettata la tesi secondo la quale l'art. 27 dovrebbe considerarsi abrogato in quanto esso, al momento della sua emanazione, trovava il suo necessario presupposto nelle leggi che riconoscevano al potere esecutivo la facoltà di emanare norme giuridiche primarie, leggi poi abrogate dalla Costituzione che, all'art. 77, limita tale facoltà alle sole ipotesi dei decreti legislativi e dei decreti legge. Contro questa tesi è

sembrata decisiva l'obiezione che l'art. 27 concerne una procedura di approvazione generica di statuti le cui disposizioni non hanno valore di norme primarie.

Rispetto al dettato dell'art. 97 Cost. è stato osservato da un lato che esso non può essere interpretato nel senso di una riserva di legge per l'intera organizzazione pubblica, dall'altro che la «riserva» in parola, ove opera, sia da qualificare come «relativa»; essa può dunque considerarsi assoluta, quando, come nella specie, una norma di legge riconosce alla categoria di enti autonomia statutaria e ne dispone una disciplina.

Inoltre sul problema della legittimità della procedura indicata nel testo è stato anche osservato che l'art. 41 Cost. ha altro oggetto e, comunque, la riserva di legge in esso prevista non è né generale né assoluta. L'art. 47, che disciplina specificamente il credito, come è noto, non contiene una riserva di legge, disponendo che è la «Repubblica» che «disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito». Ciò vuol dire che la Costituzione non «alloca» ad un organo — al Parlamento, ad esempio, — il potere dispositivo, ma lascia libero l'ordinamento di determinare chi debba disporre.

(2) Una proposta in qualche misura analoga fu avanzata in passato, ma non ottenne consenso poiché non trovarono risposta alcune obiezioni. In primo luogo la separazione veniva considerata come espediente volto a sottrarre la banca pubblica alla disciplina penale della Pubblica Amministrazione. Tale preoccupazione non ha più ragione d'essere alla luce dei recenti orientamenti della Cassazione. Un secondo ordine di obiezioni riguardava il ruolo che sarebbe rimasto all'ente pubblico a seguito della separazione e la possibilità di conservare il controllo su di esso. Su questo aspetto l'esposizione che segue si diffonde ampiamente pervenendo ad una conclusione affermativa.

(3) Non è tuttavia trascurabile l'impatto dell'imposizione indiretta, rappresentata essenzialmente dall'imposta di registro (1%) e dall'IN-VIM sul trasferimento degli immobili. Agevolazioni ai fini dell'imposizione indiretta sono state in passato accordate per favorire fusioni e concentrazioni nel settore delle assicurazioni (art. 83 L. 295/78) e in quello bancario (art. 52 legge bancaria, abrogata per effetto del D.P.R. 601/73).

Interventi

Verso un ordinamento bancario europeo

*Intervento del dr. Tommaso Padoa-Schioppa, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia,
al Convegno sul tema:*

«I nuovi equilibri tra intermediari finanziari, risparmio e imprese»

Milano, 23 ottobre 1987

1. Il tema dei «nuovi equilibri» ha profili istituzionali e di ordinamento, oltre che finanziari e operativi. In questo intervento mi propongo di mostrare come per i più importanti intermediari finanziari, che sono le banche, questi profili istituzionali siano in una importante fase di evoluzione.

Nella finanza si osserva oggi un duplice fenomeno: la globalizzazione geografica dei mercati e l'attenuazione, o in qualche caso la scomparsa, delle linee di confine tra le diverse funzioni svolte dai soggetti che operano nel settore. Rispetto a questa evoluzione l'ordinamento giuridico appare in ritardo, sia perché è ancora largamente fondato su ambiti di giurisdizione nazionale, sia perché rimane legato a tipologie tradizionali di intermediazione e di operatori. Ne derivano uno squilibrio tra i fenomeni finanziari e le strutture necessarie per governarli e, di conseguenza, un rischio di instabilità.

Ma c'è un'area, quella della Comunità Economica Europea, nella quale il ritardo dell'ordinamento è sul punto di essere affrontato e, almeno in parte, colmato. E' di questa esperienza che vorrei parlare, con riferimento alle banche; al «caso» delle banche dedicherò tutto il mio intervento, ma è chiaro che il problema si pone in termini non dissimili per altri ordinamenti e per altri mercati.

Il lavoro che si sta compiendo nella Comunità si basa sulla decisione di sopprimere, entro il

1992, ogni residua frontiera economica e fisica allo scambio dei beni, dei servizi e dei fattori di produzione. Questa decisione, che si è tradotta in una modifica del Trattato di Roma ratificata dai parlamenti dei paesi membri, ha profondamente mutato le prospettive di completamento del mercato interno. E' vero che il Trattato di Roma, scritto trent'anni fa, già fissava l'obiettivo di un mercato senza frontiere, ma i nuovi metodi di integrazione e le nuove procedure di decisione che sono stati adottati hanno impresso un impulso nuovo alla realizzazione del mercato europeo.

Lo strumento fondamentale per dare vita al mercato unico è quello legislativo: la Comunità ha costituzionalmente la capacità di produrre norme che si applicano direttamente agli operatori economici, che possono essere da questi invocate in sede giudiziaria e che prevalgono sulle legislazioni nazionali. In campo bancario, la principale tra queste norme è la direttiva del 1977, che ha già provocato alcuni dei mutamenti più profondi intervenuti nell'ordinamento bancario italiano dopo il 1936, riaprendo tra l'altro la possibilità di costituire nuove banche, di fatto preclusa da molti anni.

Del programma di integrazione bancaria europea tratterò quattro punti: il contesto generale in cui si inquadra; la logica secondo cui dovrebbe operare; lo stato dei lavori di attuazione; le implicazioni per il sistema italiano.

2. Come si inquadra, nell'ambito del più vasto obiettivo di un «mercato interno senza frontiere», il programma di creare, in Europa, un mercato comune per le banche?

Nel campo monetario e finanziario, vi sono tre aree rilevanti per il processo di integrazione tra paesi diversi: la moneta, i capitali, i servizi. Sono tre aree distinte, concettualmente individuabili.

L'area della moneta comprende il regime dei cambi — il Sistema monetario europeo in primo luogo —, il coordinamento tra le politiche monetarie nazionali, eventualmente la creazione di una unione monetaria. L'area dei capitali, di grande attualità in Italia, include la possibilità di muovere il risparmio tra residenti di paesi diversi. L'area dei servizi finanziari, infine, è quella che implica la possibilità dell'offerta di offrire servizi, non necessariamente capitali, quali l'intermediazione e l'assistenza finanziaria, in ambiti territoriali e giuridici diversi da quelli in cui l'offerente è originariamente stabilito.

Le zone di sovrapposizione tra le tre aree sono importanti, anche se non perfettamente chiare nei loro confini. Si dice che per ciascuna area il processo di integrazione, spinto fino alle ultime conseguenze, trascinerrebbe uno stesso processo nelle altre: che, ad esempio, sarebbe difficile concepire una unione monetaria, senza un sistema bancario integrato o senza la possibilità di muovere i capitali liberamente. Le tre aree sono distinguibili, non solo concettualmente, nella fase che precede l'unione, ma lo sono altrettanto in concreto, perché sono diversi gli strumenti attraverso i quali si procede all'integrazione e diverse sono le sedi negoziali interessate, sia pure entro l'unico edificio istituzionale della Comunità. Si è perciò riconosciuto che per la buona riuscita dell'intero programma i passi compiuti in ciascuna area devono essere equilibrati rispetto a quelli che si compiono in altre aree. Altrimenti, l'obiettivo rischia di essere mancato: ad esempio, una spinta rilevante verso la piena mobilità dei capitali non accompagnata da perfezionamenti o rafforzamenti nel campo della cooperazione monetaria può provocare squilibri o rottura del sistema dei cambi.

Nella terza area, quella dei servizi finanziari, si può poi distinguere tra banche, o più precisamente enti creditizi, borse e, più generalmente, mercato dei capitali e, infine, assicurazioni. Questa scomposizione oggi non esaurisce l'universo

della finanza, arricchitosi di nuove attività, strumenti e istituzioni, che sono infatti considerati dalla Comunità nel suo programma di liberalizzazione del mercato dei servizi finanziari. Nondimeno, le tre categorie tradizionali di istituzioni coprono ancor oggi gran parte del fenomeno finanziario.

Le considerazioni che seguono, dedicate alle banche, riguardano quindi uno solo degli operatori, di una sola delle tre grandi aree in cui si articola il problema dell'integrazione monetaria e finanziaria; e faranno riferimento al solo mercato europeo, che oggi è soltanto uno dei tre grandi centri finanziari del mondo. Un tema molto limitato, quindi.

3. Secondo quale logica si procede all'integrazione bancaria in Europa? E' una logica che si sintetizza in due criteri generali: l'«armonizzazione minima» e il «riconoscimento reciproco». Vediamo in che cosa consistono.

L'obiettivo di creare un mercato comune — un obiettivo che va assai oltre quello di creare una zona di libero scambio — per molti anni è stato perseguito dalla Comunità attraverso la creazione di un corpo di norme comunitarie che abbracciasse tutti i campi e tutte le materie in cui il legislatore interviene nel campo dell'economia: norme tecniche, disposizioni poste a salvaguardia del consumatore, requisiti di sicurezza, tipizzazione dei contratti, e via dicendo. Alla base di questo approccio vi era la convinzione che senza una armonizzazione completa delle norme non si può realizzare l'unificazione del mercato. Questa impostazione del problema non deve sorprendere, giacché è quella che ha informato gli ordinamenti di quasi tutti gli stati europei e ha addirittura costituito la base sulla quale si è realizzata l'unità politica di alcuni di essi: in Germania, per esempio, la creazione dello stato unitario nel secolo scorso è stata preceduta da una unione doganale e dall'emanazione di un Codice di Commercio unico per tutti gli stati del paese.

Nel 1985, invece, la Comunità ha scelto un diverso metodo per realizzare il mercato «senza frontiere interne»: non più procedere alla riformulazione normativa di tutte le materie che riguardano l'attività economica, bensì seguire un processo di riconoscimento reciproco, secondo il quale ciascun paese accetta come valide sul pro-

prio territorio le norme che vigono in un altro stato della Comunità e assume l'impegno di non invocare la difformità tra i propri regolamenti e quelli di altri paesi come motivo di restrizione del libero accesso al proprio mercato di beni e servizi di produttori di altri paesi membri.

Questo criterio è proprio degli ordinamenti di tipo federale, e, in particolare, del sistema americano nel quale, per grandissima parte delle materie che riguardano l'economia, la competenza normativa è statale, e non federale, ma ogni stato è tenuto a riconoscere le legislazioni degli altri e a non usare le difformità normative come barriere al commercio e allo scambio.

Mentre il principio del riconoscimento reciproco nasce da una esigenza di snellezza operativa e di pluralismo, l'altro principio, quello dell'armonizzazione minima, discende dalla necessità di una legislazione comune su alcune materie fondamentali. Infatti se l'unificazione del mercato europeo si basasse soltanto sull'applicazione del riconoscimento reciproco, mancherebbe un'adeguata tutela degli obiettivi o dei «beni» d'interesse pubblico, tutela che, senza essere assicurata a livello sovranazionale, verrebbe probabilmente meno anche a livello dei singoli stati membri, le cui legislazioni gradualmente si orienteranno a facilitare l'azione dei propri operatori economici sugli altri mercati. Ne deriverebbe un pericolo economico per l'intera Comunità.

Si è stabilito quindi di soddisfare alcune esigenze, prioritarie e comuni, armonizzando gli aspetti essenziali delle legislazioni dei paesi che aderiscono alla Comunità.

Per il settore bancario il principio dell'armonizzazione minima costituisce un elemento di vitale importanza, per la ragione evidente che la normativa comunitaria del settore risponde al fondamentale scopo di salvaguardare la stabilità del sistema creditizio. Il rischio che in qualche parte della Comunità vengano applicate alle banche norme particolarmente «favorevoli», ma pericolose per la stabilità generale, che si possano cioè creare «paradisi» legislativi o regolamentari, può essere sottovalutato. E l'unico modo per scongiurare questo pericolo è di predisporre una piattaforma legislativa comune, che salvaguardi l'intera Comunità dalla possibilità che, all'interno di essa, si costituisca un'area «franca» e, da questa, si consenta a qualsiasi banca di operare in

tutto il mercato comunitario con una legislazione inadeguata.

Ecco dunque i due principi sui quali si fonda il futuro mercato bancario europeo: presidiare alcuni beni pubblici fondamentali — che sono «pubblici» nel senso della loro appartenenza alla Comunità — con l'introduzione di una minima legislazione comunitaria; lasciare tutto il resto al pluralismo delle regolamentazioni. Una volta conseguita l'armonizzazione delle norme fondamentali, un istituto bancario stabilito in uno stato della Comunità potrà operare in tutto il mercato europeo secondo l'ordinamento e sotto il controllo dell'autorità di vigilanza del paese di origine.

La scelta di questa logica di integrazione rappresenta, dal punto di vista del metodo, una novità di grande rilievo. Essa darà vita a un sistema nel quale si creeranno due tipi di concorrenza: quello, classico, tra gli operatori che agiscono in un unico mercato; e una concorrenza tra le norme, giacché in una stessa area, comune a dodici paesi, opereranno in concorrenza tra loro dodici ordinamenti, ciascuno coerente con il più generale ordinamento comunitario, che sarà stato costruito attuando il programma di armonizzazione minima.

E' ragionevole attendersi che, nel tempo, le differenze tra i vari ordinamenti si attenueranno o scompariranno, se si realizzeranno i normali processi di concorrenza che tendono a rendere omogenei i prodotti e le condizioni e se, come è probabile, gli operatori nazionali, nel caso specifico le banche, saranno attivi promotori della rimozione di quelle caratteristiche del loro particolare ordinamento che li pongono in situazione differenziale e di svantaggio rispetto alle istituzioni creditizie concorrenti. In conclusione, il metodo di integrazione del mercato scelto nel 1985 implica che gran parte del processo di convergenza tra le norme degli Stati appartenenti alla Comunità, si realizzi non già «per via deduttiva», cioè rifacendo tutta la legislazione comunitaria, bensì spontaneamente, in tempi lunghi, attraverso il meccanismo del riconoscimento reciproco.

Un altro aspetto di metodo che deve essere ricordato riguarda la decisione, anch'essa inserita ora nel Trattato, di approvare con voto a maggioranza le direttive necessarie per la realizzazione del mercato senza frontiere. Oltre ad accelerare il

processo legislativo e a facilitare la ricerca del compromesso, l'abbandono della regola dell'unanimità rende difficile, per ogni paese, di inserire nell'ordinamento comunitario quegli elementi in cui il proprio sistema diverge dagli altri.

4. Un terzo ordine di considerazioni riguarda lo stato di avanzamento del programma.

Bisogna innanzi tutto osservare che la semplice decisione, presa dai governi e ratificata dai parlamenti nazionali, di attuare l'integrazione in tutti i campi dell'economia, di attuarla entro una scadenza prefissata, il 1992, e di attuarla con metodi nuovi e più efficaci, quali il riconoscimento reciproco e le decisioni a maggioranza, ha mutato profondamente l'atteggiamento e le aspettative degli operatori del mercato e delle amministrazioni pubbliche. E' oggi opinione comune delle istituzioni creditizie, delle associazioni bancarie e delle autorità di vigilanza dei paesi della Comunità che il 1992 è un appuntamento certo, e che occorre muoversi rapidamente per non mancarlo. Da questa consapevolezza deriva una più ampia e sollecita attività della Comunità: così, mentre dal 1958 a due anni fa erano state faticosamente approvate, in campo bancario, solo poche direttive e di non grandissima rilevanza, adesso è energicamente avviato l'esame di molti problemi e si lavora a ritmo intenso.

La Commissione sta predisponendo alcune proposte di direttiva, che l'organo legislativo comunitario, in Consiglio dei Ministri, dovrà poi discutere e approvare. Queste direttive dovrebbero coprire l'area dell'armonizzazione minima e costruire la piattaforma di un ordinamento comune. Una volta realizzata tale piattaforma, ogni istituzione titolare di una licenza bancaria in un paese membro, godrà della libertà di stabilimento e di prestazione su tutto il territorio della Comunità, secondo l'ordinamento dello stato di origine e sotto la vigilanza di questo.

Sarebbe troppo lungo descrivere qui in dettaglio il lavoro di preparazione legislativa che si sta compiendo in seno ai comitati tecnici competenti. In essi il problema è, più che di negoziare, di individuare correttamente i punti fondamentali da presidiare con una legislazione comune; e ciò implica un ripensamento di tutti i principali aspetti di un ordinamento bancario: la definizione di ente creditizio; l'individuazione delle attività che

esso può svolgere; la scelta tra banca specializzata e banca universale; i presidi della stabilità delle istituzioni creditizie, quali il grado di capitalizzazione e i limiti alla concentrazione dei rischi; la tutela e la garanzia dei depositanti.

Sono necessarie disposizioni comuni sulla liquidità delle banche e sul grado di trasformazione delle scadenze dal passivo all'attivo? Devono essere inserite disposizioni riguardanti le procedure di liquidazione degli enti creditizi? Come risolvere il problema dei rapporti di partecipazione, a monte e a valle, dell'impresa bancaria? E quello, che ne deriva, dei rapporti tra banca e industria? Quali disposizioni comuni stabilire sul segreto professionale? Quale regime per gli sportelli bancari? Su ognuna di queste questioni vi sono state discussioni approfondite.

Quello che si va delineando è un corpo di norme comuni piuttosto snello: alle direttive già vigenti — in particolare la prima direttiva di coordinamento, del 1977, e quella, del 1983, sulla vigilanza su base consolidata — altre se ne aggiungeranno riguardanti: i conti annuali delle banche, perché è necessario un minimo di omogeneità delle presentazioni contabili; i coefficienti di solvibilità, cioè coefficienti patrimoniali minimi calcolati ponderando le poste attive secondo il grado di rischio; i grandi fidi, per porre limiti alla concentrazione dei rischi; la garanzia dei depositi. Non è detto che le direttive debbano armonizzare ogni dettaglio; potrà essere sufficiente stabilire, per esempio, che in ogni paese debbano esservi norme o disposizioni che regolino certe materie, ma che per le modalità specifiche di organizzazione sia consentita una pluralità di soluzioni possibili.

E' importante notare che nel nuovo sistema non ci sarà un organo di controllo europeo: saranno sicuramente previsti organismi e procedure di coordinamento, ma sull'operatività e sulla stabilità di ogni istituzione creditizia vigilerà l'autorità del paese in cui questa istituzione ha la licenza bancaria, anche per l'attività svolta in altri paesi della Comunità. Il principio, vigente nel nostro paese, secondo il quale il controllo sull'intera attività di una istituzione creditizia è esercitato dalla filiale della Banca d'Italia sita nella provincia in cui l'istituzione stessa ha la propria sede legale sarà adottato, sotto il nome di principio del «controllo del paese di origine», a livello euro-

peo, con la non trascurabile differenza che mentre l'ordinamento bancario della Lombardia è identico a quello della Toscana (ma non a quello della Sicilia, come sappiamo) tra gli ordinamenti dei paesi della Comunità potranno sussistere differenze di qualche importanza.

Se osserviamo il futuro ordinamento dal punto di vista dei mercati anziché da quello della sede degli organismi creditizi, vediamo una situazione nella quale in ogni paese potranno operare istituzioni che, per gli aspetti non armonizzati, seguiranno dodici legislazioni nazionali diverse: questo è il meccanismo attraverso il quale si realizzerà un processo di concorrenza tra norme. La prospettiva di un regime di riconoscimento reciproco della regolamentazione e di controllo da parte del paese di origine può sembrare molto complessa e addirittura preoccupante; ma è utile ricordare che negli Stati Uniti non esiste una legislazione federale in materia di assicurazioni e ogni compagnia opera su tutto il mercato americano, secondo la legge dello stato di origine: questa situazione non sembra aver causato problemi irrisolvibili.

5. Vorrei concludere le mie considerazioni con un pur breve cenno a un quarto tema, le implicazioni del programma della Comunità per il sistema italiano.

Tutte le questioni di cui ho sinora parlato toccano soltanto un aspetto della realizzazione di un mercato bancario europeo: la creazione dell'ordinamento comunitario. Ve ne sono altri due, non meno importanti: in primo luogo, i riflessi per l'ordinamento italiano, derivanti dagli importanti gradi di libertà lasciati ai paesi membri dal legislatore comunitario e dalla necessità che ciascuno stato si conformi alle linee tracciate dalla Comunità; in secondo luogo, la strategia degli operatori, perché è chiaro che questi ultimi devono darsi linee operative e di sviluppo aziendale coerenti con i mutamenti del mercato.

Sul primo aspetto, l'ordinamento italiano, mi limito a notare che il Comitato interministeriale per il credito e il risparmio, il Ministero del tesoro e la Banca d'Italia stanno promuovendo in modo intenso e rapido trasformazioni non piccole del nostro sistema creditizio, mossi anche dalla prospettiva dell'integrazione europea. I coefficienti patrimoniali introdotti un anno fa, le nuove disposizioni in materia di sportelli, il concetto di gruppo bancario polifunzionale sono esempi significativi.

Il secondo aspetto, le strategie degli operatori, non dipende dalle autorità di vigilanza. Il tempo del quale le banche italiane dispongono per definire linee di azione coerenti con l'esistenza di un ampio mercato europeo e con l'arrivo in Italia della concorrenza di banche straniere è limitato, se è vero che l'insieme delle disposizioni comunitarie entrerà in vigore il 1° gennaio 1993. Il nostro sistema bancario si trova oggi nella condizione che caratterizzava l'industria italiana nel 1959, alla vigilia di un'apertura concorrenziale che costituì una sfida, ma anche una occasione. Negli anni sessanta l'industria italiana raccolse quella sfida con successo.

Un'ultima considerazione sugli altri campi della finanza.

Ho l'impressione che per gli intermediari finanziari non bancari non ci sarà un processo di integrazione legislativa altrettanto rapido di quello previsto per il settore bancario. Questa circostanza costituisce una occasione per il sistema creditizio, perché significa che le banche, in Europa, saranno le prime istituzioni finanziarie — a parte le assicurazioni — a beneficiare di un mercato integrato e di un ordinamento armonizzato nei suoi aspetti essenziali. Ciò, a mio giudizio, darà loro un vantaggio concorrenziale rispetto ad altri intermediari e costituirà una condizione favorevole al rifluire verso gli enti creditizi di attività che in questi ultimi anni si sono sviluppate al di fuori degli schemi classici dell'intermediazione.

**Intervento del dr. Carlo A. Ciampi,
Governatore della Banca d'Italia, al CIPE**

Roma, 16 dicembre 1987

Allorché il CIPE si riunì il 24 settembre per l'esame della Relazione previsionale e programmatica per il 1988, l'economia italiana stava attraversando una fase di tensioni sia sul mercato dei cambi sia su quello obbligazionario. Le tensioni traevano origine da una ripresa del processo inflazionistico, da un peggioramento della bilancia dei pagamenti correnti e da conseguenti attese che estrapolavano quelle tendenze.

L'interpretazione che alla base di siffatti andamenti fosse uno sviluppo della domanda interna troppo rapido, soprattutto se confrontato con l'evoluzione in atto nei principali paesi industriali, aveva indotto a resistere alle pressioni per una variazione del tasso di cambio.

Di qui i provvedimenti prevalentemente di natura fiscale del 27 agosto, i quali prendevano altresì atto della formazione di un disavanzo pubblico al di là non solo dell'obiettivo ma anche dell'analogo disavanzo del 1986, e le successive misure del 13 settembre in materia valutaria e creditizia.

Il 24 settembre fu già possibile esprimere una prima valutazione positiva sull'operare di quei provvedimenti. A distanza di tre mesi quella valutazione può essere confermata.

Nel mese di ottobre i mercati internazionali, come noto, sono stati scossi dal crollo delle borse. I pericoli di recessione sono divenuti dominanti. I responsabili delle politiche economiche e monetarie hanno assunto comportamenti conseguenti, pur non facendo venir meno l'attenzione alla esigenza di evitare riaccensioni inflazionistiche.

Non è il caso di soffermarsi in questa sede sui tentativi di interpretazione della crisi stessa, sugli eccessi finanziari che possono averla provocata. Sotto il profilo dell'economia reale lo scenario internazionale per il 1988 presenta oggi prospettive meno favorevoli di sviluppo della domanda glo-

bale; ciò accentua l'esigenza per una economia, come quella italiana molto aperta verso l'estero, di ridurre gli elementi interni di debolezza.

Giova aggiungere che alla crisi delle borse è seguito un ulteriore forte calo del dollaro, ancora in atto in questi giorni, con conseguenti ripercussioni all'interno del Sistema monetario europeo. La linea seguita dalle autorità monetarie italiane nel mese di ottobre è stata quella di consentire, in uno scenario ben diverso da quello dell'estate, un aggiustamento della lira nei confronti del marco, non appena quelle ripercussioni si sono manifestate, prevenendo nuove posizioni speculative. Successivamente ciò ha permesso alla lira di mantenersi stabile nello SME, senza interventi di difesa, nonostante l'ulteriore discesa del dollaro.

L'andamento della bilancia commerciale ha ridotto negli ultimi mesi i disavanzi manifestatisi in primavera: l'espansione delle importazioni in quantità ha rallentato; le esportazioni mostrano qualche segno di ripresa. Nell'intero anno la bilancia commerciale potrà chiudere con un disavanzo inferiore a quello previsto a settembre, ma il consuntivo annuo per i servizi e i trasferimenti sta risultando meno favorevole. Di conseguenza, il saldo delle partite correnti non sembra discostarsi in misura apprezzabile dal pareggio allora indicato.

Anche per quanto riguarda i movimenti di capitali appare ipotizzabile un sostanziale equilibrio. I deflussi di portafoglio connessi con le misure di liberalizzazione sono stati finanziati con il ricorso del Tesoro ai mercati internazionali, secondo un indirizzo volto a consentire l'ordinato proseguimento del processo di apertura finanziaria verso l'estero.

Le misure valutarie e creditizie che ho richiamato hanno arrestato, penalizzandola, la speculazione contro la lira, e hanno consentito, pur in

momenti di turbolenza connessi con la discesa del dollaro, un riaccumulo di riserve ufficiali. Tra la metà di settembre e la metà del mese in corso, le riserve in valuta convertibili sono aumentate di 11,4 miliardi di dollari; di esse, 3,4 miliardi derivano da prestiti contratti dal Tesoro sul mercato internazionale.

Il tasso di inflazione a distanza di un anno, salito dal 4,1 della primavera al 5,3 in ottobre, è rimasto stabile in novembre e le prospettive per il 1988 appaiono ora meno preoccupanti.

Le migliorate attese circa l'andamento dei prezzi, la ripresa del mercato secondario dei titoli di Stato, lo sgonfiamento degli impieghi bancari fanno venir meno le aspettative, fino a poche settimane fa prevalenti, di aumento dei tassi di interesse; possono giocare, anzi, nella direzione di una loro riduzione le vicende internazionali.

L'espansione degli aggregati monetari e creditizi per il 1987 sarà contenuta entro le fasce che erano state originariamente previste.

Prima di esaminare i riflessi sul quadro reale e finanziario per il 1988 delle vicende recenti dell'economia interna e internazionale, mi si consenta di aggiornare brevemente il Comitato sugli andamenti dei principali aggregati monetari e creditizi negli ultimi mesi.

Il preconsuntivo dei flussi di fondi per il 1987, che presentai tre mesi or sono, si avvia ad essere rispettato nei suoi elementi fondamentali. Il fabbisogno statale ha raggiunto, nei primi undici mesi dell'anno, i 106.000 miliardi circa; si prevede che nell'anno esso salga a 111.000 miliardi, rispetto a un obiettivo iniziale di 100.000 miliardi.

Il rallentamento dell'espansione del credito in lire è stato sensibile: misurato dall'inizio del 1987, il tasso annuo di crescita degli impieghi bancari in lire, pari al 14 per cento alla fine di agosto, è disceso al 7 per cento in novembre. L'apparente facilità con la quale il credito bancario è rientrato nei limiti imposti, determinando solo modesti aumenti dei tassi attivi, dimostra l'importanza che la componente puramente speculativa aveva assunto nella domanda di prestiti, la componente che l'introduzione del massimale si proponeva di contenere anche attraverso l'effetto di «annuncio». Di fatto la riduzione degli impieghi bancari ha interessato soprattutto operazioni effettuate a tassi inferiori al *prime rate*.

Nonostante l'accelerazione, in parte attesa, dei finanziamenti concessi dagli istituti di credito speciale, il credito complessivo al settore non statale si avvia a chiudere il 1987 con una crescita dell'ordine del 9 per cento, limite superiore della fascia obiettivo. Tenuto conto del già citato sconfinamento del fabbisogno statale, la crescita del credito totale interno, tuttavia, risulterà vicina al 13 per cento.

Dal lato delle attività finanziarie, il preconsuntivo costruito in base agli andamenti più recenti consente di confermare che anche la crescita della moneta (M2) risulterà contenuta entro il limite superiore della fascia prevista, compresa tra il 6 e il 9 per cento.

Il rispetto dell'obiettivo di crescita della moneta è facilitato dal ritorno del mercato dei titoli di Stato verso condizioni normali. L'incertezza diffusasi tra gli operatori all'inizio dell'estate si è riflessa in una discesa dei corsi sul mercato secondario; né l'aumento dei rendimenti offerti all'emissione, né l'anticipo a settembre del raddoppio della ritenuta fiscale sugli interessi riuscirono a ristabilire un clima più disteso sul mercato. Nella convinzione che l'allontanamento degli operatori dai titoli a medio termine riflettesse una situazione contingente, da settembre il Tesoro ha accettato un accorciamento delle scadenze dei titoli all'emissione e la Banca d'Italia ha effettuato interventi di sostegno sul mercato secondario per facilitare il ricrearsi di condizioni più ordinate; inoltre, tra la fine di ottobre e l'inizio di novembre i rendimenti all'emissione dei titoli pubblici sono stati ulteriormente aumentati, di circa mezzo punto. A partire da novembre, il clima delle aspettative è migliorato: i corsi dei titoli sono gradualmente risaliti, annullando, nel caso dei BTP, il divario che si era creato nei mesi precedenti rispetto ai rendimenti offerti all'emissione; contemporaneamente, gli interventi medi giornalieri di sostegno si sono dimezzati rispetto a quelli effettuati nel corso del mese di ottobre.

Il successo dell'emissione di CCT dell'inizio di dicembre ha dato una prima indicazione di ripresa della domanda di titoli sul mercato primario. In simmetria con le riduzioni dei tassi disposte nei maggiori paesi europei, è stato quindi possibile disporre una lieve riduzione del tasso offerto sui BOT alla metà del mese.

L'azione di sostegno dei corsi dei titoli pubblici non ha compromesso il raggiungimento degli obiettivi di crescita complessiva della base monetaria e di finanziamento monetario del Tesoro, che verranno mantenuti nell'anno entro i limiti programmati; infatti, a fronte di una crescita della base monetaria valutabile in circa 14.000 miliardi nell'intero 1987, il ricorso del Tesoro al finanziamento della Banca centrale dovrebbe essere dell'ordine di 11.000 miliardi, ammontare non dissimile da quello del 1986 e inferiore al valore medio del quinquennio precedente.

Passando ora all'esame delle prospettive economiche per il prossimo anno, la crisi del mercato azionario induce a rivedere verso il basso le previsioni di espansione dell'attività produttiva del complesso dei paesi industrializzati. Una quantificazione degli effetti degli impulsi recessivi è problematica: essi saranno tanto più contenuti quanto più le autorità dei maggiori paesi saranno capaci di ristabilire la fiducia dei mercati, attuando politiche economiche tra di loro coordinate e coerenti con la riduzione degli squilibri che caratterizzano l'economia internazionale. Recenti valutazioni di alcuni organismi internazionali indicano che il rallentamento della crescita reale potrà interessare più gli Stati Uniti che l'Europa; peraltro complessivamente quelle valutazioni, non potendo tenere conto in modo appropriato delle incertezze che incombono, hanno ridotto solo di pochi decimali le precedenti indicazioni di espansione della domanda mondiale per il 1988. Di conseguenza, il Ministero per il bilancio non ha ritenuto di proporre una revisione dell'ipotesi di crescita dell'economia italiana; ne deriva, però, l'esigenza di un impegno ancora più forte per il nostro sistema economico di mantenersi competitivo: saranno altrimenti difficilmente conseguiti gli obiettivi programmati in termini di investimenti e di creazione di nuovi posti di lavoro.

Per quanto riguarda l'inflazione, gli eventi internazionali e in particolare l'ulteriore discesa del dollaro, passato da 1.310 a 1.200 lire nel corso degli ultimi tre mesi, si rifletteranno in una discesa dei costi delle materie prime importate; si ridurrà l'impulso esterno alla crescita dei prezzi: tenuto conto della rinuncia del Governo all'aumento dal 1° gennaio 1988 dell'IVA, l'obiettivo d'inflazione per il 1988, fissato al 4,5 per cento dalla Relazione previsionale, appare realizzabile: ma il suo rag-

giungimento dipende dalla capacità di contenere le componenti interne dei prezzi.

La nostra capacità di ridurre il divario inflazionistico con gli altri paesi è essenziale per mantenere il nostro sistema competitivo nei confronti dei concorrenti esteri. Le tensioni che l'andamento del dollaro ha determinato nel Sistema monetario europeo sono state, come si è detto, in parte assorbite consentendo un aggiustamento della lira nei confronti del marco, il cui cambio è passato da metà settembre a ieri da 722 a 737 lire; dall'inizio del 1987, la rivalutazione del marco nei confronti della nostra moneta ha superato il 5,5 per cento. Poiché circa il 30 per cento delle esportazioni italiane è diretto verso l'area del marco, la perdita di competitività nei confronti del mercato americano risulta in larga parte compensata.

Gli emendamenti apportati alla legge finanziaria si muovono nella giusta direzione, anche se gli obiettivi finali di risanamento della finanza pubblica restano lontani. Non credo sia necessario rinnovare in questa sede le preoccupazioni nascenti da un disavanzo e da un debito pubblico delle dimensioni ben note.

Come ho già detto, la rinuncia all'inasprimento dell'imposizione indiretta, aggiungendosi all'effetto del deprezzamento del dollaro, agevolerà il contenimento dell'inflazione entro l'obiettivo, condizione essenziale per limitare le possibili perdite di competitività. Resta cruciale a quest'ultimo fine il mantenimento della dinamica delle retribuzioni, pubbliche e private, entro i limiti indicati dal Governo.

Complessivamente, la manovra definita con la nuova legge finanziaria si propone di contenere il fabbisogno pubblico per il 1988 entro i 103.500 miliardi, con una riduzione di 6.000 miliardi rispetto all'ammontare indicato in precedenza. Se poi si realizzasse l'intendimento espresso dal Governo di ridurre il deficit intorno ai 100.000 miliardi, ci si riavvicinerebbe al sentiero di rientro inizialmente previsto per conseguire l'azzeramento del fabbisogno al netto degli interessi.

Le previsioni dei flussi finanziari e gli obiettivi monetari e creditizi per il 1988, annunciati nella precedente riunione di questo Comitato, sono stati riesaminati alla luce del nuovo quadro macroeconomico interno e internazionale.

La domanda di finanziamenti, anche nel caso in cui la crescita reale dovesse, a causa dell'anda-

mento dell'economia internazionale, essere inferiore al previsto, risentirà della minore facilità per le imprese di reperire fondi sul mercato azionario, oltre che delle maggiori necessità delle aziende a partecipazione statale, derivanti dai più contenuti finanziamenti previsti dalla nuova legge finanziaria; quest'ultima riduce, infatti, di 3.000 miliardi i prestiti della Cassa depositi e prestiti alla SIP e all'ENEL e ciò potrà dar luogo a un maggior ricorso al credito bancario e alle emissioni obbligazionarie.

La fascia di crescita fissata alla fine di settembre per i finanziamenti al settore non statale, pari al 6-10 per cento, appare tuttavia di ampiezza sufficiente per tenere conto di questi nuovi elementi.

Prendendo come riferimento il punto centrale di questa fascia e data la riduzione del fabbisogno

dello Stato a 103.500 miliardi, il flusso del credito totale interno scenderà da 143.000 a 137.000 miliardi, comportando una diminuzione di mezzo punto del tasso di variazione annuo, dall'11 al 10,5 per cento.

Di altrettanto dovrebbe ridursi l'espansione delle attività finanziarie complessive, mentre la fascia di crescita della moneta, nella definizione di M2 può restare immutata al 6-9 per cento.

Concludendo, l'economia italiana entra nel nuovo anno con squilibri meno rilevanti di quanto si poteva temere alcuni mesi fa, anche se maggiori di quelli degli altri principali paesi europei; entra per di più in un anno in cui lo scenario internazionale è divenuto molto più incerto e difficile.

La lezione professionale e civile di Fausto Vicarelli

Il 14 gennaio 1988, presso l'Università "La Sapienza" di Roma, è stata presentata una raccolta postuma di scritti () di Fausto Vicarelli — l'economista prematuramente scomparso nel novembre del 1986 — il cui contributo scientifico e civile è patrimonio della collettività intera, non meno che della comunità accademica nel cui ambito quel contributo trasse origine e si sviluppò. L'analisi rigorosa e appassionata a un tempo, al cui vaglio Vicarelli sottopose le grandi questioni dell'economia e della società italiana, è stata ripercorsa, seppure da angolazioni e con accenti diversi, negli interventi di Pierre Carniti, di Carlo Azeglio Ciampi, di Guido M. Rey e di Luigi Spaventa. Il testo che segue è l'intervento del Governatore della Banca d'Italia.*

Nelle pagine di questo libro si ritrovano i grandi temi della speculazione scientifica di Vicarelli e i momenti della Sua partecipazione intensa ai problemi economici del nostro tempo. Chi ebbe il privilegio del Suo consiglio, ne ricorda, ancor prima dei contributi analitici, illuminanti, e delle proposte di politica economica, sagge, la lezione di stile e di metodo.

Ho trovato nel libro due affermazioni, che lette insieme e per il loro nitore mi sembrano particolarmente significative: «Ma con gli *slogans* non si va molto avanti nell'analisi...» (p. 78) e «Le indicazioni che la teoria economica fornisce al *policy maker*... suggeriscono, piuttosto, di non attendersi risposte semplici da domande complesse...» (p. 113).

La comprensione dei fenomeni economici, le proposte di soluzione dei problemi richiedono impegno intellettuale scevro di preconcetti, attenzione alle idee altrui, rigore nell'individuare i legami di causa ed effetto. Il rapporto stretto da Vicarelli, nel volger di oltre quindici anni, all'interno della Banca d'Italia, con i più giovani funzionari del Servizio Studi così come con i vertici dell'Istituto, si nutrì di stima e di amicizia perché si nutrì al tempo stesso di libertà di giudizio e di rispetto dei ruoli.

Non poche delle pagine di questo volume postumo sono dedicate all'intreccio di ristagno e di inflazione che ha segnato il mondo industriale dalla crisi petrolifera alla metà di questo decennio. Rileggendole e confrontando la realtà odierna con quella del recente passato permane

un senso di insoddisfazione, nonostante i successi conseguiti nella lotta all'inflazione. Lo sviluppo economico in atto e in prospettiva è inadeguato a ridurre la disoccupazione; i fattori di rischio legati ai grandi squilibri che caratterizzano il mondo contemporaneo alimentano focolai di crisi.

In un articolo del marzo 1984, scritto all'indomani di un ciclo di seminari tenuto a Roma da James Tobin, Vicarelli concludeva: «Razionalità delle scelte, maggiore attenzione alla storia sacrificando, se necessario, l'ideologia, cooperazione internazionale: è certo un messaggio, quello di Tobin, che rischia l'ingenuità quando dimentica la dialettica conflittuale delle nostre società. Ma è giusto chiedere a un premio Nobel per l'economia di rinunciare ai suoi ideali, di abbassare un po' il tiro, in modo che la sintesi del conflitto sia più portata di mano?» (p. 87).

La domanda, retorica, di Vicarelli ne ripropone un'altra, imposta dalla realtà dei giorni nostri: non c'è forse bisogno, proprio per la lungimirante difesa degli interessi nazionali, di un rafforzamento della cooperazione internazionale, riflettendo sugli insegnamenti della storia non meno che su quelli della migliore analisi?

Il superamento degli squilibri esterni degli Stati Uniti, da un lato, del Giappone e della Germania federale, dall'altro, gli interventi che consentano di riportare con gradualità a dimensioni

(*) F. VICARELLI, *La questione economica nella società italiana. Analisi e proposte*. Bologna, «Il Mulino», 1987.

sostenibili il debito estero di molti paesi in via di sviluppo costituiscono il banco di prova della capacità della comunità internazionale di risolvere i problemi attuali su basi di razionalità, politica ed economica.

I recenti avvenimenti sui principali mercati borsistici hanno stimolato la rievocazione delle vicende del 1929 e della successiva grande crisi. Se è semplicistico ipotizzare il ripetersi puntuale di fenomeni occorsi in un contesto profondamente diverso, sarebbe avventato ignorare le lezioni della storia. La lezione degli anni trenta è che l'isolazionismo, l'esacerbazione dei conflitti, il protezionismo non risolvono i problemi, anzi li aggravano.

I Ministri finanziari e i Governatori delle Banche centrali dei paesi del Gruppo dei Sette hanno di recente confermato, in una dichiarazione congiunta, il loro impegno di cooperazione per contenere gli squilibri. Gli orientamenti formulati vanno nella direzione giusta: gli Stati Uniti devono correggere il disavanzo federale, il Giappone e la Germania rilanciare la domanda interna, alcuni paesi di nuova industrializzazione prestare maggiore attenzione al proprio ruolo internazionale. Tuttavia, troppo spesso in passato si è dovuto registrare un divario fra dichiarazioni di intenti ed effettivi comportamenti perché si sottovalutino i rischi di involuzione. Negli Stati Uniti, non mancano, in alternativa a più incisive azioni di politica economica, spinte al protezionismo o a deprezzamenti competitivi del dollaro; nei paesi in avanzo, e non si deve pensare solo al Giappone e alla Germania federale, sono esitanti gli interventi diretti a spostare il motore dello sviluppo dal settore estero alla domanda interna. «Una generalizzata ripresa del processo di accumulazione» — leggo in uno dei saggi di Vicarelli — «appare in realtà come la strada obbligata per un superamento della crisi nella direzione dello sviluppo. In un mondo ormai caratterizzato da aspirazioni crescenti, la strada alternativa, quella appunto di una rinuncia alla crescita, implicherebbe tensioni distributive interne e internazionali insopportabili e fortemente destabilizzanti: l'ipotesi di crescita a tasso zero, ammesso che fosse accettata dai paesi industrializzati, sarebbe certamente, e giustamente, rifiutata dai paesi in via di sviluppo.» (p. 52).

L'attenzione di Vicarelli ai problemi dello sviluppo e dell'occupazione è testimoniata nel volume dai numerosi saggi dedicati al tema dell'accumulazione e a quello delle strutture creditizie e finanziarie occorrenti per volgere il risparmio verso gli investimenti. Le proposizioni sono imperniate su due equazioni: accumulazione uguale sviluppo; sviluppo uguale maggiore occupazione. E siccome la finalità ultima di una società civile deve essere quella di utilizzare appieno le risorse produttive, di assicurare un lavoro a tutti i cittadini che desiderano svolgerlo, si torna di necessità al tema dell'accumulazione.

E', questo, il nodo centrale per la politica economica di un paese come l'Italia che presenta, nel confronto con gli altri paesi industriali, un alto tasso di disoccupazione, associato a un basso tasso di partecipazione femminile, aree geografiche, soprattutto nel Sud, in grave ritardo di sviluppo, inadeguatezze nei settori tecnologicamente più avanzati.

Nell'analisi delle condizioni dell'economia italiana, la Banca d'Italia si è costantemente sforzata di porre in risalto i collegamenti fra aspetti congiunturali e aspetti strutturali, suggerendo, per i primi, interventi coerenti con le esigenze di lungo termine dei secondi. E' in questa luce che va letta l'insistenza con la quale da anni sollecitiamo il riequilibrio del disavanzo corrente dello Stato, il ricupero dell'efficienza nella gestione dei pubblici servizi. La distruzione di risparmio da parte dell'operatore pubblico frena, nel medio periodo, la crescita del Paese, allontana nel tempo la soluzione degli squilibri regionali e settoriali. La connessione stretta fra questi fenomeni non è avvertita appieno in tutte le sue implicazioni; non si spiegano altrimenti i ritardi e le incertezze nel provvedere. La politica monetaria è posta di fronte a un ulteriore vincolo: le condizioni che consentono il finanziamento del disavanzo dello Stato sono spesso in conflitto con quelle più idonee ad assicurare un soddisfacente flusso di investimenti produttivi. Piegata dopo anni di intenso impegno da parte di tutti l'alta inflazione, occorre dedicarsi con non minore tenacia a risanare la finanza pubblica, condizione per l'avvio di una fase di più sostenuto, duraturo ed equilibrato sviluppo. Ne viene altrimenti indebolita la stessa partecipazione del nostro paese alla comunità in-

ternazionale, ancor più in vista della liberalizzazione di tutti i movimenti dei capitali anche di quelli a breve termine.

Pochi giorni prima della Sua scomparsa, Vicarelli scriveva: «... il fervore che accompagna il processo di finanziarizzazione dell'economia può nascondere il pericolo insito in una crescita della struttura finanziaria non coerente con la base reale su cui dovrebbe fondarsi. E' un pericolo avvertito dagli imprenditori più attenti all'importanza del ruolo loro proprio, che non è certo quello di produrre pezzi di carta, ma che più spesso è trascurato nel dibattito su questa tematica.» (p. 251).

L'avvertimento ha trovato conferma drammatica nella crisi finanziaria internazionale dell'autunno scorso. Si infittisce, ora, la schiera di coloro che, come Vicarelli, rivendicano il primato dell'economia reale, nel convincimento che il progresso economico di un paese riposa sulla sua capacità di produrre in modo efficiente nuovi beni e nuovi servizi. In questo contesto, l'efficienza del sistema creditizio e di quello finanziario va valutata in funzione della loro capacità di favorire la produzione di nuovi beni e di nuovi servizi, e non in quella di consentire arricchimenti slegati dalla crescita del reddito e della ricchezza.

La linea di rigore seguita negli ultimi anni nella gestione della politica monetaria e del cambio ha stimolato il sistema economico italiano a imboccare la strada dell'ammodernamento e della competitività. Gli interventi della Banca d'Italia sulle strutture creditizie e, più in generale, sugli intermediari finanziari, rispondono a questa logica di sviluppo.

Efficienza e stabilità sono i due requisiti essenziali degli intermediari finanziari; sarebbe altrettanto pericoloso, sia nel ricercare l'efficienza, varcare i confini della prudenza correttamente intesa, sia nel perseguire la stabilità, imporre camicie di forza che blocchino le capacità di adattamento, di innovazione, di miglioramento. Si tratta di temi di grande responsabilità per una banca centrale, ben presenti nel pensiero di Vicarelli; il loro rilievo è oggi accresciuto dalla prospettiva di costituzione nell'ambito della CEE di un mercato bancario e finanziario integrato.

Nelle discussioni in corso nelle sedi comunitarie, l'obiettivo è quello di assicurare il progresso parallelo della liberalizzazione nel settore crediti-

zioso e finanziario e della fissazione di adeguati presidi normativi minimi su base comunitaria per la stabilità degli intermediari.

Il mercato non è un monarca assoluto, sciolto da leggi e da regole; al contrario, leggi e regole devono fissare i confini entro i quali gli operatori, segnatamente gli operatori finanziari, possano lavorare e perseguire i rispettivi obiettivi. Occorrono regole che, in aggiunta a quelle già previste dall'ordinamento, garantiscano l'indipendenza degli intermediari bancari dalle imprese non finanziarie. Il rapporto fra queste due categorie di soggetti deve essere dialettico. Chi canalizza il risparmio deve poter esercitare in autonomia le sue funzioni di valutazione e di controllo; chi chiede risparmio altrui per investirlo deve poter rivolgersi a una pluralità di intermediari in concorrenza fra loro. Occorrono altresì regole che completino la disciplina dell'attività degli intermediari non bancari.

Numerose pagine del volume stimolano a riflettere su questi temi sia chi è investito di responsabilità sia lo studioso impegnato a formulare teorie e modelli esplicativi. In un lavoro del 1979 su «Capitale industriale e capitale finanziario», Vicarelli notava come la teoria economica «a tutt'oggi non è in grado di offrire nessuna spiegazione dei comportamenti di lungo periodo degli intermediari finanziari e delle loro interazioni con lo sviluppo dei mercati dei capitali e con la crescita dell'economia» (p. 273).

La lettura di questi passi, e di altri raccolti nel volume, riporta alla mia memoria le discussioni in occasione della stesura della Relazione annuale della Banca. A quelle discussioni Vicarelli partecipava con il contributo della Sua profonda cultura economica, con la Sua visione, serena e oggettiva, della realtà, con il Suo sistema rigoroso di valori e di obiettivi.

Colpiva, nel dialogo con Lui, la pacatezza dell'argomentare, la modestia di chi nutre convincimenti maturati e profondi. Suscitava ammirazione l'equilibrio che aveva saputo stabilire fra la scelta sociale di stare dalla parte dei più deboli e la lucidità con cui lo studioso di vaglia segnalava che l'interesse di quelle stesse categorie si persegue affrontando, e non eludendo, i vincoli e le compatibilità che l'economia impone. L'ammirazione, la gratitudine per Fausto Vicarelli si fanno ora rimpianto, memoria, che serberemo, del Suo insegnamento professionale e civile.

Rinascita dell'economia italiana: punti di forza e fattori di debolezza

*Intervento del dr. Carlo A. Ciampi, Governatore della Banca d'Italia,
alla «Tavola rotonda» organizzata dalla Business International*

Roma, 26 gennaio 1988

1. Forse più di quanto sia solito accadere, i risultati complessivi dell'economia italiana nel 1987 sono frutto di vicende alterne, di luci e di ombre. Se peraltro li si riguardano nello scenario internazionale e li si raffrontano con le previsioni e gli obiettivi iniziali, nella valutazione d'insieme prevale il segno positivo.

Pur non disponendo ancora dei dati per il quarto trimestre, si può stimare che il reddito reale sia cresciuto di quasi il 3 per cento; è tra gli aumenti più elevati in un'Europa dalla crescita stentata; conferma il positivo risultato dell'anno precedente. Nonostante il rialzo osservato nella seconda metà dell'anno, è proseguita la decelerazione dei prezzi al consumo che sono cresciuti di quasi un punto e mezzo meno che nel 1986. Sulla base di dati non ancora completi, le partite correnti della bilancia dei pagamenti si sono chiuse in equilibrio, sebbene si siano esauriti i benefici effetti prodotti dal calo delle quotazioni petrolifere occorso nel 1986, e pur essendo la domanda interna cresciuta più di quella degli altri paesi industriali.

Ma la disoccupazione è ulteriormente salita, al 12 per cento delle forze di lavoro, sebbene siano stati creati, negli ultimi due anni, circa 150 mila nuovi posti di lavoro. Il disavanzo pubblico ha superato di oltre 10 mila miliardi l'obiettivo, anche se si è lievemente ridotto in termini di prodotto interno lordo; l'ammontare del debito pubblico è ormai uguale al reddito nazionale.

Questi esiti variegati si inseriscono in un quadro che ha visto, nel volgere degli anni ottanta, un sensibile miglioramento delle condizioni di fondo dell'economia italiana. Esistono oggi importanti punti di forza su cui fare affidamento per il futuro e da cui partire sia per estendere l'azione di risa-

namento sia per rispettare gli impegni che attendono il nostro paese. Tra questi, in primo luogo, il completamento per il 1992 del mercato unico europeo, a cui l'Italia è chiamata a partecipare con il peso che discende dalla sua più solida situazione economica.

Pochi anni fa considerazioni del genere sarebbero suonate solo come auspici; oggi gli elementi positivi dell'economia italiana costituiscono una realtà su cui riflettere analiticamente, dimostrano la vitalità in atto, e non solo potenziale, del nostro paese.

Altri tratteranno dello stato dei diversi settori dell'economia. Da parte mia, attenendomi al tema che sono stato chiamato a introdurre, presenterò una breve disamina delle politiche che hanno concorso a risollevarle le condizioni dell'economia italiana: non per una sorta di autocompiacimento nazionale, ma per meglio valutare quanto e di solido e di precario vi sia nei miglioramenti compiuti, per individuare gli elementi di debolezza, per delineare le azioni da compiere.

2. Alla fine degli anni settanta, l'economia italiana, quando stava avviandosi a cogliere i frutti dell'aggiustamento successivo al primo *shock* petrolifero, con una ripresa dell'accumulazione ma con un'inflazione ancora a due cifre, veniva investita dalla nuova ondata di impulsi destabilizzanti provenienti dall'estero: il rialzo impetuoso dei prezzi del petrolio e delle materie prime, di cui il nostro paese è tradizionalmente importatore, l'ascesa del dollaro, che sarebbe durata fino ai primi mesi del 1985.

La domanda mondiale rallentava bruscamente; quella interna proseguiva in uno sviluppo difficile da sostenere.

Il fabbisogno statale aumentava in percentuale al prodotto lordo, oltre il 10 per cento; il debito pubblico cominciava a crescere più dell'intera economia. L'inflazione superava il 20 per cento, il peggior risultato dall'immediato dopoguerra. La forbice tra domanda interna e domanda estera facilitava la penetrazione delle importazioni che, unita al deterioramento delle ragioni di scambio, portava in forte passivo i conti con l'estero: il disavanzo delle partite correnti risultava nel 1980 superiore al 2 per cento del prodotto interno lordo, quello delle merci si avvicinava al 4 per cento.

Data anche la diffusione dei meccanismi d'indicizzazione, si rischiava di scivolare lungo una spirale perversa di inflazione e di ristagno; non pochi dubitarono della capacità di tenuta del nostro sistema economico e sociale. Occorreva evitare che il Paese si staccasse dal gruppo delle economie avanzate; l'obiettivo della disinflazione doveva essere perseguito insieme con quello di non compromettere una crescita equilibrata. Questa doveva necessariamente fondarsi sull'adeguamento del sistema produttivo e delle strutture creditizie e finanziarie alle mutate condizioni interne e internazionali. Incombeva altrimenti lo spettro della deindustrializzazione.

Il sentiero lungo il quale procedere era irto di ostacoli. Bisognava che all'obiettivo della disinflazione si volgessero i comportamenti di tutti gli operatori, privati e pubblici, e che le politiche economiche, di bilancio e dei redditi come della moneta e del cambio, agissero in modo coordinato, con rigore. La realizzazione di questa convergenza di misure e di comportamenti si scontrava con la difficoltà stessa di definire, per i diversi obiettivi, i livelli desiderati tra loro compatibili.

Da parte della banca centrale, netta fu la scelta di «assegnare» lo strumento del cambio della lira all'obiettivo del rientro dall'inflazione piuttosto che a quello di correggere, nel breve periodo, il disavanzo dei conti con l'estero. La finalità di riequilibrare la bilancia dei pagamenti si ritenne dovesse essere perseguita attraverso una modifica sia delle condizioni della produzione e della domanda, sia dei criteri di fissazione di prezzi e salari; qualora la si fosse affidata alla svalutazione del cambio, i benefici sarebbero stati temporanei; non si sarebbero ridotti i differenziali

di inflazione con i nostri «partners» commerciali; si sarebbe aperta la strada a nuove svalutazioni, a nuovi impulsi inflazionistici. In sintesi, una siffatta politica del cambio avrebbe significato rinviare le scelte, rischiando di porci poi di fronte all'alternativa tra il depauperamento produttivo e l'avvitamento inflazionistico.

La linea di tenuta della lira nello SME, seguita con pragmatismo, ha rappresentato un punto fermo della lotta all'inflazione; le modificazioni della parità occorse in questi anni sono state decise non accomodando le spinte autonome interne sui prezzi.

Il rallentamento della domanda mondiale richiedeva, al contempo, una politica del credito e della moneta attenta a non assecondare dinamiche della domanda interna contrastanti con la stabilità del cambio e con il riequilibrio dei conti con l'estero. Questo indirizzo della politica monetaria si esprimeva in una decisione istituzionale, il cosiddetto «divorzio», frutto di una decisione consensuale tra il Tesoro e la Banca d'Italia: con l'abbandono del ruolo di acquirente residuale dei titoli emessi a copertura del fabbisogno del Tesoro, l'Istituto di emissione consolidava la sua autonomia nella regolazione della base monetaria. La decisione coincideva con il completamento di una serie di iniziative assunte a partire dalla metà degli anni settanta per la creazione di un vero mercato monetario. Tutto ciò consentiva, nel governo della moneta, di rinunciare al ricorso sistematico a misure di controllo amministrativo del credito in favore di un sistema di interventi indiretti sull'evoluzione degli aggregati finanziari.

La difesa della competitività dell'industria italiana, sollecitata e non compromessa dal rigore nella gestione del cambio e della moneta, richiedeva un impegno esteso ad altri fronti; in particolare, in un quadro complessivo di politica dei redditi l'azione governativa consentiva, nel 1983 e nel 1984, di apportare modifiche significative all'indicizzazione delle retribuzioni, pur nella salvaguardia dei loro livelli in termini reali.

Agli stimoli derivanti da una politica monetaria e valutaria, severa ma credibile, hanno corrisposto nel sistema delle imprese azioni e reazioni volte ad aumentare la produttività e a tagliare i costi, a innovare i prodotti e i processi produttivi, a cercare nuovi sbocchi sui mercati esteri. Il clima più disteso delle relazioni industriali, l'attenuarsi

delle spinte salariali, il sostegno pubblico, che ha attutito gli effetti economici e sociali della riduzione degli eccessi di manodopera, hanno concorso in maniera determinante al risanamento.

Le imprese medie e piccole hanno continuato a svilupparsi nella prima metà degli anni ottanta con una crescita ininterrotta del prodotto, degli investimenti, dell'occupazione. Nel comparto della grande impresa si rendeva necessaria, ed è stata realizzata, una più incisiva opera di ristrutturazione; la formazione dei profitti è ripresa e si è consolidata, ma alla crescita del prodotto e degli investimenti si è accompagnato un calo dell'occupazione. Al riequilibrio economico ha corrisposto quello finanziario, con un forte alleggerimento del peso del debito e degli oneri da interessi. Il processo è stato più lento nelle imprese pubbliche, anche per la loro estesa presenza in settori produttivi in acuta crisi strutturale.

Al risanamento delle imprese non è stato estraneo un mutato ruolo delle strutture bancarie e dei mercati finanziari. Pur restando l'obiettivo della loro stabilità un punto fermo, il perseguimento di una maggiore efficienza nell'allocazione del risparmio e del credito ha assunto rilievo crescente nell'attività di supervisione e di intervento sulle aziende di credito come sugli altri intermediari. Il sistema bancario sta mettendo a frutto gli stimoli che provengono da un grado di concorrenza interna più elevato e dalla concorrenza internazionale, che deriva dalla attività di 37 banche estere già operanti in Italia e che si intensificherà con l'unificazione dei mercati europei nel 1992.

3. I risultati dell'azione di politica economica sono noti. Misurata sui prezzi al consumo, l'inflazione è scesa dalla punta del 21,7 per cento del febbraio 1980 all'8,6 del novembre 1984, nonostante che in quel periodo l'apprezzamento del dollaro abbia continuato a sospingere verso l'alto i prezzi in lire delle importazioni di materie prime e di semilavorati. Dopo una stasi nel 1985, dovuta al riproporsi di difficoltà nel coordinamento tra le diverse politiche, con il sopraggiungere del «contro-shock» petrolifero e del calo del dollaro, l'inflazione ha ripreso la sua discesa, fino al 4,6 per cento nella media del 1987. Il differenziale inflazionistico rispetto agli altri principali paesi, pari a 9 punti percentuali all'inizio degli anni ottanta, è ora di due punti.

Anche se a tassi molto bassi nel triennio 1981-83, il reddito reale dell'intero sistema è sempre aumentato: tra il 1980 e il 1987 l'economia italiana è cresciuta in media del 2 per cento all'anno.

L'equilibrio delle partite correnti è stato ristabilito; al loro interno, nel 1987 il saldo commerciale, pur peggiorato rispetto all'anno precedente, presenta un miglioramento di circa 12.000 miliardi nel confronto con il 1985.

È stata superata la normativa valutaria, oltremodo restrittiva, ereditata dagli anni settanta, attraverso una riforma che ha sancito la libertà delle transazioni con l'estero quale principio cardine dell'ordinamento e ha recepito la finalità della liberalizzazione che porterà al completamento del mercato europeo.

Nel rispetto pieno delle regole comunitarie si è in alcune occasioni fatto ricorso, da ultimo il 13 settembre 1987, a temporanee misure di controllo dei movimenti di capitali a breve, per respingere pressioni al ribasso della lira non giustificate dagli andamenti di fondo dell'economia. L'indirizzo di applicare siffatte misure solo eccezionalmente e temporaneamente trova conferma nella decisione, presa la settimana scorsa, di rimuovere le restrizioni introdotte, in anticipo rispetto alla scadenza prevista, non appena la condizione valutaria del Paese lo ha consentito.

Ai progressi nella disinflazione e nel risanamento delle imprese hanno corrisposto dei costi, in particolare sul piano dell'occupazione. Dato il vincolo estero, il rallentamento della domanda mondiale non poteva trovare compenso in una maggiore domanda interna, che fosse stimolata da una spesa pubblica superiore a quella già rilevante che si è verificata. Pure, le ripercussioni sull'occupazione non sono state così gravi come altrove. Ispirandosi a gradualità, la stabilizzazione monetaria le ha limitate. A differenza di quanto è avvenuto in altri paesi industriali, la domanda di lavoro non è mai diminuita, anche se il suo ritmo di crescita non è stato sufficiente ad assorbire un'espansione dell'offerta ben superiore alla media europea, sotto la spinta di fattori demografici e di una crescente partecipazione femminile alle forze di lavoro, che hanno aggravato soprattutto la condizione nel Mezzogiorno.

4. Il risanamento dell'economia italiana non è compiuto. Riconoscere, sulla base delle indica-

zioni statistiche, che il prodotto e la produttività hanno molto progredito, che l'apparato produttivo si è risollevato, non significa nascondersi che punti di debolezza permangono nel sistema stesso delle imprese e, soprattutto, che restano largamente irrisolti gli squilibri di struttura del settore pubblico.

Il sistema economico italiano è alle soglie di una nuova e impegnativa fase di sviluppo e di modernizzazione, verso una più stretta integrazione, reale e finanziaria, con l'economia europea e internazionale.

Non mancano i comparti che ancora stentano a ritrovare la via della redditività e per i quali le prospettive appaiono incerte. Più in generale, nonostante i miglioramenti seguiti al calo delle quotazioni petrolifere, il vincolo estero continua a condizionare lo sviluppo dell'economia. Resta da affrontare la questione del fabbisogno di energia. Vanno risolti i problemi del settore agricolo, che si ripercuotono anch'essi pesantemente sui conti con l'estero.

La capacità di produzione degli impianti industriali, fortemente migliorata sotto il profilo qualitativo, è stazionaria da anni, soprattutto in settori dove prevalgono imprese di grandi dimensioni, rischiando di provocare limitazioni nell'offerta. Presso le piccole e medie imprese, ai successi conseguiti, grazie alla loro flessibilità, sul piano dell'accumulazione, della creazione di posti di lavoro, dell'offerta di prodotti competitivi, non si è accompagnato un sufficiente progresso nell'organizzazione aziendale e nella gestione finanziaria. Vanno colte le opportunità offerte dalle nuove tecnologie; vanno eliminati gli ostacoli allo sviluppo della produttività in comparti collaterali all'attività di trasformazione: nella formazione del lavoro, nella commercializzazione dei prodotti, nell'elaborazione dei dati, nella ricerca e sviluppo, molte piccole imprese risentono di limiti dimensionali, che non avvertono nel processo produttivo in senso stretto.

La competitività delle imprese è legata in misura rilevante all'evoluzione dei servizi che entrano direttamente nel processo di produzione e a economie esterne, che solo l'azione dello Stato può rendere disponibili. La crescente domanda di efficienza nei servizi, proveniente dal settore produttivo e dalla società nel suo complesso, non è stata in questi anni adeguatamente soddisfatta:

particolare importanza riveste l'ammodernamento nei trasporti e nelle telecomunicazioni. Occorre riqualificare la spesa pubblica e ridurre il tasso di crescita complessivo. E' comunque necessario e urgente limitare, agendo anche sulle aree di elusione, di evasione e di erosione degli imponibili, il deficit di bilancio e la consistenza del debito in rapporto al prodotto: l'obiettivo di azzerare il disavanzo al netto degli interessi ha rilevanza prioritaria. L'ulteriore risanamento delle imprese pubbliche potrà rafforzare il loro impegno nello sviluppo delle infrastrutture più direttamente necessarie ai processi produttivi. Al tempo stesso occorre aggredire il complesso di inefficienze e di arretratezze presente nei servizi pubblici fondamentali, quali la sanità, la scuola, il sistema pensionistico.

A questo fine, l'azione del Parlamento e del Governo deve essere sostenuta da comportamenti coerenti delle parti sociali, che evitino il propagarsi di spinte corporative incompatibili con una crescita non inflazionistica.

Nel suo complesso, il tessuto industriale italiano è vitale e proteso, specie nei maggiori gruppi, verso l'espansione all'estero. Il grado di internazionalizzazione delle imprese italiane, tradizionalmente inferiore a quello degli altri maggiori paesi industriali, è andato crescendo negli anni ottanta. Al netto delle operazioni di disinvestimento, nel quinquennio 1981-86 gli investimenti italiani all'estero sono stati pari a 16.000 miliardi di lire. Nello stesso periodo, le operazioni di investimento diretto in Italia, da parte di operatori esteri, hanno di poco superato i 6.000 miliardi. Alla fine del 1986, la consistenza degli investimenti diretti italiani all'estero si valuta in 35.000 miliardi, pari a quella delle corrispondenti attività estere in Italia.

La persistenza di ampi squilibri settoriali e territoriali non consente all'economia italiana di divenire strutturalmente esportatrice netta di capitali. Ma sia la realtà dei mercati, e in particolare l'evoluzione in atto in quelli europei anche sotto il profilo istituzionale, sia il ricupero dei profitti, manifestatosi dopo il 1980 e accentuato dal miglioramento delle ragioni di scambio negli anni più recenti, devono spronare le imprese a raccogliere sfide più impegnative, in un'impostazione che, e dal lato della domanda e da quello dell'offerta, superi le frontiere nazionali. La prontezza

nel cogliere opportunità di investimenti finanziari deve accompagnarsi alla capacità di assumere iniziative di investimento reale, soprattutto nella produzione di beni capitali e a tecnologia avanzata. Solo in tal modo risulterà accresciuta la capacità competitiva e, con essa, quella di creare nuove occasioni di lavoro.

5. L'espansione della spesa e dei disavanzi pubblici ha reso necessario negli anni ottanta il crescente ricorso dello Stato al risparmio delle famiglie; lo sviluppo del mercato monetario e finanziario, innovazioni nelle caratteristiche dei titoli e nelle tecniche di emissione hanno reso possibili trasferimenti di fondi sempre più cospicui fra questi due settori, mantenendo sotto controllo l'offerta di moneta.

Dopo il 1983, l'operare congiunto delle più favorevoli condizioni economiche e delle misure di regolamentazione del mercato azionario, delle società quotate in borsa e dei fondi di investimento ha ricreato per le imprese la possibilità di utilizzare largamente il mercato mobiliare.

Nella ricerca di migliori condizioni di stabilità e di efficienza al servizio dell'economia, il sistema bancario ha avuto e continuerà ad avere stimolo e sostegno dalla Banca d'Italia. Nel periodo più recente essa ha avviato la riforma del sistema dei pagamenti; ha introdotto elementi di flessibilità nell'articolazione delle dipendenze bancarie; ha potenziato la capacità di raccolta delle banche attraverso una nuova normativa sui certificati di deposito a breve scadenza. Sono state definite nuove possibilità operative delle aziende di credito nel campo del «merchant banking» e del credito al consumo. E' proseguita l'azione volta a sollecitare l'irrobustimento del capitale proprio delle banche, con l'imposizione di coefficienti patrimoniali, anticipando le decisioni prese recentemente a Basilea dalle banche centrali dei paesi del gruppo dei Dieci.

La presenza pubblica nel sistema bancario italiano è una eredità storica, che trova la sua ragion d'essere nell'insufficienza di capitale privato a vocazione finanziaria imprenditoriale. Il riconoscimento ormai pieno che la banca è impresa, indipendentemente dalla natura pubblica o privata della proprietà, è opportuno trovi riscontro nell'applicazione del modello più congeniale all'esercizio di ogni attività economica, che è quello so-

cietario. Questo può essere adottato direttamente o in via indiretta attraverso lo scorporo dell'attività bancaria e il suo conferimento in una società per azioni. Questa seconda soluzione consente agli istituti costituiti in forma di fondazione di cogliere i vantaggi del modello societario, pur conservando i tratti sostanziali originari. Attraverso la separazione dell'attività di impresa e la sua attribuzione a un distinto soggetto di diritto privato, controllato dall'istituto conferente, si determina una semplice modifica delle modalità di conseguimento dell'oggetto e degli scopi della fondazione.

Tra un sistema bancario rafforzato e un mercato finanziario in sviluppo c'è un rapporto di complementarità che ha un punto nodale nei rapporti strettamente operativi tra le banche e il mercato dei titoli. Il Tesoro, la Consob, la Banca d'Italia stanno definendo i principi informatori di una riforma legislativa, di ampio respiro, delle strutture e dell'operatività della Borsa. A quella riforma si collega la ristrutturazione del mercato secondario dei titoli di Stato che è in corso. Ne trarranno beneficio la gestione del debito pubblico e l'internazionalizzazione del mercato italiano.

Le vicende borsistiche dell'anno appena trascorso confermano che lo sviluppo dei mercati finanziari deve essere strumentale a una migliore allocazione delle risorse e volto a potenziare la capacità di crescita del sistema economico nel suo complesso. Non da oggi sono solito sottolineare il primato dell'economia reale.

La liberalizzazione valutaria esporrà ancor più le banche e il mercato dei capitali alla concorrenza internazionale.

Nella Comunità economica europea, il contrasto fra cambi stabili, capitali pienamente mobili, diversità regionali va risolto avanzando, attraverso il rafforzamento dello SME e il più stretto coordinamento delle politiche economiche e monetarie. Salda è in noi la fiducia nelle capacità di un'Europa economicamente unita di proporsi quale valido interlocutore, naturale «partner», delle nazioni e delle aree più attive nella produzione e nel commercio internazionale di beni e servizi.

La formazione entro il 1992 di un mercato unico europeo dei capitali e, più in generale, lo stesso processo di globalizzazione dei mercati finanziari richiedono che ogni sforzo sia fatto per

razionalizzare e ammodernare il nostro sistema finanziario.

La liberalizzazione valutaria è uno stimolo necessario al compimento del processo di apertura reale e finanziaria dell'economia italiana verso l'estero; rappresenta al tempo stesso un vincolo, il cui rispetto impone coerenza e rigore anche maggiori alla politica economica.

In un contesto internazionale, con ridotte prospettive di crescita di breve e di medio periodo e

caratterizzato da un'elevata incertezza, è necessario che la politica monetaria e del cambio, volta alla stabilità del valore interno ed esterno della moneta, sia sostenuta da organiche politiche di bilancio e dei redditi. Solo in tal modo la rinascita dell'economia italiana potrà continuare e diffondersi a quei settori di attività, e a quelle zone del Paese, che finora ne sono stati insufficientemente toccati.

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)							
<i>(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)</i>							
1982	-2,5	3,1	-1,0	2,0	1,1	0,2	-3,2
1983	3,6	3,2	1,9	0,7	3,5	0,5	3,2
1984	6,8	5,1	3,3	1,6	2,3	3,5	6,3
1985	3,0	4,7	2,0	1,4	3,8	2,7	4,3
1986	2,9	2,5	2,5	2,2	3,0	2,7	3,3
1987	2,9	3,5 (3)	1,7	2,1 (3)	3,8 (3)	....	3,8 (3)
1986 — III trim.....	0,4	0,9	0,8	0,4	—	0,4	0,1
IV »	0,4	0,7	-0,3	0,4	2,0	0,2	—
1987 — I trim.....	1,1	1,5	-0,8	—	0,7	-0,1	1,5
II »	0,6	—	1,0	1,0	—	1,8	1,5
III »	1,0	2,0	1,4	1,1	2,5	0,5	1,1
IV »	1,0	....	0,5	....	....	....	....
Deflatore del prodotto lordo (1)							
<i>(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)</i>							
1982	6,5	1,8	4,4	12,0	7,5	16,3	8,7
1983	3,9	0,8	3,2	9,4	5,2	15,2	5,1
1984	3,7	1,2	2,0	7,0	4,4	10,2	3,3
1985	3,2	1,6	2,2	6,1	5,9	8,8	3,2
1986	2,6	1,7	3,1	4,7	3,5	8,0	2,9
1987	3,0	-0,3 (3)	2,5 (3)	2,8 (3)	4,0 (3)	....	4,8 (3)
1986 — III trim.....	1,0	0,3	0,8	0,8	1,2	1,9	1,1
IV »	0,1	-0,3	0,7	-0,2	1,2	1,7	1,1
1987 — I trim.....	1,0	-0,4	1,0	1,1	0,9	0,9	1,5
II »	0,9	-0,2	0,1	0,7	1,3	1,9	1,1
III »	0,7	0,3	-0,3	0,8	1,3	0,4	0,7
IV »	0,7	....	....	....	....	....	....
Saldo delle partite correnti (2)							
<i>(miliardi di dollari)</i>							
1982	-8,7	6,9	4,1	-12,1	7,1	-5,5	2,2
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	2,6
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	2,2	-6,7
1987 .....	....	86,7	44,2	....	-4,4	....	....
1986 — III trim.....	-36,6	24,3	8,5	0,8	-6,6	3,4	-0,5
IV »	-38,0	25,7	13,6	1,9	3,3	1,5	-1,6
1987 — I trim.....	-36,8	21,0	11,0	-1,8	0,3	-0,4	-2,9
II »	-41,1	22,8	10,7	-0,7	-1,1	-1,3	-1,8
III »	-43,4	21,2	7,4	-1,3	-1,8	—	-2,6
IV » .....	....	21,7	15,1	....	-1,8	....	....

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. — (3) Stime.

Produzione industriale

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania federale	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
1982.....	-7,1	0,4	-2,9	-0,4	1,9	-3,1	-8,7
1983.....	6,0	3,6	0,7	0,4	3,6	-3,2	5,2
1984.....	11,4	11,0	3,4	1,7	1,3	3,4	14,1
1985.....	1,6	4,5	5,4	0,7	4,7	1,2	5,2
1986.....	1,1	-0,3	2,0	0,8	1,8	2,7	1,3
1987.....	....	3,7	0,4	....	3,2	....	....
1985 — IV trim.....	0,6	-0,8	0,9	—	0,1	0,3	1,2
1986 — I trim.....	0,4	0,2	-0,9	-1,3	0,6	2,1	-0,4
II ».....	-0,7	-0,3	0,9	1,3	0,7	-0,3	—
III ».....	0,3	-0,2	0,9	1,3	1,1	0,2	-0,7
IV ».....	1,0	-0,1	-0,9	-1,3	0,2	1,8	0,6
1987 — I trim.....	0,8	1,3	-1,9	-0,3	0,7	0,7	1,6
II ».....	1,0	—	1,9	2,3	0,5	2,1	1,6
III ».....	2,0	3,6	0,9	0,3	1,6	-0,9	2,4
IV ».....	....	3,1	1,0	....	1,5	....	....
1986 — dic.....	1,0	2,9	-1,9	—	-0,5	1,5	1,8
1987 — gen.....	-0,5	-0,3	-1,0	-2,0	-0,1	-1,3	-0,4
feb.....	0,7	-0,7	1,9	3,0	1,7	0,6	1,0
mar.....	0,3	1,7	—	1,0	0,2	0,8	0,6
apr.....	—	-1,4	0,9	-1,0	-0,2	1,1	0,2
mag.....	0,6	-1,1	0,9	2,0	0,5	2,1	0,4
giu.....	0,8	3,9	-0,9	1,0	-1,1	-3,3	1,2
lug.....	1,2	1,1	-0,9	-1,0	2,1	1,4	—
ago.....	0,4	-1,1	3,8	—	0,7	-2,4	1,5
set.....	-0,2	3,0	-1,8	—	-0,5	3,0	1,3
ott.....	0,8	1,1	0,9	—	0,9	2,5	0,2
nov.....	0,4	-0,2	-0,1	—	1,3	-1,0	0,8
dic.....	....	1,4	0,5	....	0,6	....	....

Fonti: Bollettini nazionali, OCSE.

Prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania federale	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
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
1987.....	3,6	-0,1	0,3	3,1	4,1	....	....
1985 — IV trim.....	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
III ».....	4,1	0,1	0,6	3,4	4,4	4,9	4,5
IV ».....	4,5	0,7	1,0	3,1	4,1	....	....
1986 — 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	-0,3	0,7	3,4	4,4	4,7	4,7
ago.....	4,4	0,1	0,8	3,5	4,4	4,8	4,5
set.....	4,3	0,5	0,4	3,2	4,3	5,2	4,5
ott.....	4,5	0,7	0,9	3,2	4,5	5,5	4,3
nov.....	4,6	0,7	1,0	3,2	4,2	5,4	4,2
dic.....	4,4	0,8	1,0	3,1	3,7	....	....

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)
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	-2,6	4,5	-0,9	0,9
1987.....	....	-3,7	-0,6	....	3,8	2,6	2,6
1985 — IV trim.	—	-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	-0,4	-0,2
II »	2,7	-5,5	-0,9	-0,7	3,6	2,4	2,6
III »	4,5	-1,1	0,4	1,3	3,6	4,1	3,7
IV » .....	....	-0,4	0,7	....	3,8	4,6	4,1
1986 — 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	-0,4
mar.....	0,9	-6,5	-2,1	....	3,7	0,6	0,2
apr.	2,7	-6,5	-1,4	....	3,5	1,6	1,6
mag.	2,7	-5,5	-0,7	....	3,5	2,7	3,0
giu.	3,6	-4,4	-0,5	....	3,6	2,9	3,3
lug.	3,6	-2,2	0,4	....	3,6	3,8	3,7
ago.....	4,5	-1,1	0,6	....	3,6	4,1	3,8
set.	4,5	—	0,4	....	3,6	4,3	3,9
ott.	4,5	—	0,8	....	3,9	4,5	3,7
nov.	4,5	-0,1	1,0	....	3,9	4,6	4,2
dic.....	....	-1,1	0,3	....	3,8	4,7	4,3

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)							
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 — 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
set.	6,0	2,5	3,0	9,5	10,0	12,0	9,6
ott.	6,0	2,5	3,0	9,5	9,5	12,0	8,1
nov.	6,0	2,5	3,0	9,5	9,0	12,0	8,6
dic.	6,0	2,5	2,5	9,5	8,5	12,0	8,7
Tassi di mercato monetario (2) (dati medi mensili)							
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 — 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
set.	6,4	3,8	4,0	8,0	10,2	11,8	9,4
ott.	6,1	3,8	4,7	8,3	10,0	12,0	7,8
nov.	5,7	3,9	3,9	8,8	8,9	12,1	8,2
dic.	5,8	3,9	3,7	8,6	8,8	11,7	8,4

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)							
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 — 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	9,8	9,9	11,3	10,4
set.	8,7	5,5	6,2	10,3	10,0	11,3	11,1
ott.	8,7	4,7	6,5	10,7	10,0	11,4	10,2
nov.	8,0	4,5	6,0	10,0	9,3	11,3	10,5
dic.	8,1	4,3	6,0	9,7	9,7	10,5	10,4
Indici azionari (1975=100) (2)							
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 — 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	399,4
set.	373,9	668,5	296,7	582,7	882,3	720,2	390,2
ott.	331,6	650,2	271,4	498,0	773,6	717,2	301,9
nov.	284,9	594,5	203,7	403,9	618,2	584,7	297,8
dic.	283,1	583,5	199,2	385,8	636,7	575,6	316,0

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				
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 — dic.	6,25	4,50	4,87	11,12	6,12	4,31	4,81	11,06
1987 — 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.	7,19	4,06	4,06	10,50	7,94	4,31	4,44	11,00
set.	8,37	5,00	4,56	10,37	9,00	5,25	4,81	10,69
ott.	7,62	4,50	4,12	9,44	8,00	4,62	4,44	9,50
nov.	7,94	4,44	3,94	8,94	8,19	4,44	4,12	9,12
dic.	7,38	4,32	3,44	8,91	7,63	4,32	3,75	9,44
1988 — gen.	6,81	4,13	3,19	8,81	7,25	4,25	3,57	9,38
Premio (-) / Sconto (+) del dollaro statunitense a 3 mesi				Premio (-) / Sconto (+) del dollaro statunitense a 12 mesi				
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 — dic.		1,75	1,38	-4,87		1,81	1,31	-4,94
1987 — 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
set.		3,37	3,81	-2,00		3,75	4,19	-1,69
ott.		3,12	3,50	-1,82		3,38	3,56	-1,50
nov.		3,50	4,00	-1,00		3,75	4,07	-0,93
dic.		3,06	3,94	-1,53		3,31	3,88	-1,81
1988 — gen.		2,68	3,62	-2,00		3,00	3,68	-2,13

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	
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	8,8684	686,98	215,07	2.185,5	830,61	1.747,5	1.461,9	390,90
1987	1.296,8	8,9802	721,65	215,74	2.123,8	870,44	1.676,2	1.494,7	484,10
1985 — IV trim. ...	1.751,7	8,4597	677,37	222,00	2.515,0	820,74	1.888,8	1.494,1	327,00
1986 — I trim. ...	1.599,6	8,5236	680,94	221,77	2.302,3	808,52	1.799,4	1.476,1	344,00
II » ..	1.538,9	9,0696	685,67	215,56	2.321,9	825,61	1.786,7	1.475,7	346,75
III » ..	1.436,9	9,2179	688,50	211,85	2.141,3	851,35	1.728,3	1.454,4	423,20
IV » ..	1.389,5	8,6627	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	459,50
IV » ..	1.248,5	9,2156	732,27	216,89	2.188,3	891,33	1.676,4	1.513,6	484,10
1986 — 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	2.154,5	872,49	1.692,0	1.499,6	459,50
ott.	1.303,1	9,0922	723,03	216,37	2.164,5	871,32	1.693,1	1.500,4	468,80
nov.	1.239,4	9,1601	736,91	216,96	2.199,7	896,82	1.672,4	1.520,0	492,50
dic.	1.202,9	9,3944	736,88	217,35	2.200,6	905,85	1.663,7	1.520,4	484,10
1988 — gen.	1.215,0	9,5392	735,54	217,93	2.190,2	903,61	1.673,3	1.519,2	458,00

(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
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
1987	97,5	88,6	171,0	119,1	78,7	77,0	73,7	127,4
1985 — IV trim.....	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	89,2	169,7	118,6	78,6	77,3	73,2	126,8
IV »	93,3	88,5	177,6	120,1	78,4	79,1	73,0	129,3
1986 — 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	118,4	78,4	76,9	73,2	126,9
set.....	97,2	89,3	173,0	118,7	78,6	77,7	73,3	127,0
ott.....	96,9	89,6	171,8	118,9	78,6	78,2	73,3	126,9
nov.....	93,0	88,0	176,8	120,7	78,2	79,4	72,7	129,7
dic.....	90,1	87,9	184,0	120,7	78,5	79,7	72,8	131,2
1988 — gen.....	89,9	89,5	185,9	120,2	78,6	79,0	72,7	130,7

(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
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 — III trim.	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.	96,9	101,2	121,5	103,4	101,0	88,3	106,3	106,0
II »	94,2	100,8	127,5	102,5	100,6	92,7	105,0	106,5
III »	96,2	102,3	124,6	102,2	100,5	92,5	104,9	105,4
1986 — 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	100,1	121,5	103,7	100,9	86,8	106,6	106,4
feb.	96,9	101,4	121,0	103,8	101,3	87,2	106,5	106,0
mar.	96,0	102,1	122,1	102,8	100,7	91,0	105,8	105,7
apr.	93,9	101,7	127,7	102,4	100,7	92,0	105,6	106,5
mag.	93,5	100,0	128,7	102,7	100,5	93,4	104,7	107,1
giu.	95,3	100,7	126,1	102,5	100,6	92,6	104,7	105,9
lug.	97,1	102,1	121,9	102,4	100,8	92,5	104,4	105,4
ago.	97,0	102,0	124,5	102,1	100,5	91,8	104,7	105,4
set.	94,5	102,7	127,4	102,0	100,3	93,0	105,6	105,5
ott. (*)	94,5	102,8	126,3	102,0	100,1	93,8	105,8	106,1
nov. (*)	90,7	101,3	128,8	103,5	99,6	95,8	104,6	108,2

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)	1987		
	marzo	giugno	settembre
Paesi industriali	118.552	132.476	134.070
Paesi OPEC	3.407	3.530	3.567
Altri PVS	9.230	9.854	9.577
di cui: America latina	5.849	6.072	6.057
Africa	1.416	1.586	1.399
Asia	1.057	1.243	1.289
Medio Oriente	908	953	832
Paesi dell'Est europeo	6.453	7.525	7.154
Centri offshore	11.149	14.054	12.453
Organizzazioni internazionali	706	750	1.022
Totale	149.497	168.189	167.843
<i>per memoria:</i>			
Argentina	1.311	1.480	1.543
Bolivia	1	1	1
Brasile	1.275	1.306	1.282
Cile	258	249	250
Colombia	205	203	214
Costa d'Avorio	54	51	44
Ecuador	238	199	194
Filippine	199	192	191
Jugoslavia	503	415	362
Marocco	370	498	474
Messico	1.850	1.941	1.929
Nigeria	167	208	178
Perù	327	313	275
Uruguay	37	36	28
Venezuela	636	635	618
Totale	7.431	7.727	7.583
Bulgaria	248	261	279
Cecoslovacchia	147	160	145
Polonia	533	1.562	1.526
Repubblica democratica tedesca	950	1.053	965
Romania	380	201	186
Ungheria	503	502	500

(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	Macchine, 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 — II trim...	0,6	0,2	0,6	0,4	—	0,2	1,0	2,0	-1,4
III » ..	1,0	-1,1	0,6	-1,4	1,1	-0,2	1,1	-1,3	1,3
IV » ..	0,8	4,6	1,5	1,1	0,1	0,6	0,6	2,3	4,6
1986 — I trim...	-0,3	2,0	0,1	-0,8	0,1	-0,4	0,7	2,6	-3,0
II » ..	2,1	-2,7	1,1	0,1	3,2	1,7	0,7	-3,4	5,7
III » ..	0,4	6,8	1,7	0,5	0,2	0,3	0,8	8,3	0,1
IV » ..	0,2	-4,9	-0,9	-1,6	-0,3	-0,9	1,2	—	-7,1
1987 — I trim...	-0,1	6,6	1,2	0,2	0,4	0,3	1,5	1,6	1,1
II » ..	1,8	3,5	2,2	1,5	3,8	2,7	0,9	5,7	2,2
III » ..	0,5	1,6	0,7	-0,5	-2,0	-1,2	—	-3,6	8,7
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 — II trim...	2,5	2,5	2,5	2,2	2,0	2,1	2,5	3,4	1,8
III » ..	1,9	-1,9	1,2	1,6	1,8	1,6	1,9	-1,3	1,0
IV » ..	1,3	-2,1	0,6	1,1	1,4	1,3	1,8	-2,2	-0,9
1986 — I trim...	2,2	-6,3	0,6	0,2	1,2	0,7	1,4	1,2	-2,8
II » ..	2,2	-7,6	0,8	0,9	0,8	0,8	1,1	3,6	-2,4
III » ..	1,9	-7,8	0,1	0,6	1,3	1,0	1,3	-3,9	-1,2
IV » ..	1,7	1,9	2,0	1,1	0,5	0,8	0,9	6,0	1,9
1987 — I trim...	0,9	0,5	0,5	0,7	1,4	1,0	1,1	-1,8	0,1
II » ..	1,9	3,9	2,1	1,0	1,1	1,0	1,2	7,1	1,9
III » ..	0,4	0,9	0,4	0,8	1,0	0,9	1,6	-1,0	-1,2

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	-49,1	-52,6	-14,4	17,3
1983	92,3	94,2	92,6	90,9	-51,2	-43,8	-49,0	-8,5	13,0
1984	95,4	96,3	94,4	95,2	-27,4	-26,7	-24,1	7,5	7,8
1985	96,5	97,5	99,2	94,9	-22,7	-29,7	-21,1	7,7	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	100,7	97,3	-48,3	-45,8	-45,8	-7,7	15,7
II »	95,7	97,4	96,8	94,1	-50,2	-47,5	-50,9	-11,9	18,0
III »	94,8	97,1	94,5	93,4	-55,7	-52,1	-54,3	-17,2	19,7
IV »	92,6	97,2	91,2	90,0	-60,1	-53,1	-59,3	-20,9	16,0
1983 — I trim.	91,7	95,9	91,2	89,0	-57,3	-52,0	-57,2	-17,6	15,3
II »	91,0	93,4	90,8	89,4	-54,9	-43,4	-52,9	-11,7	17,7
III »	92,5	93,6	93,5	91,4	-50,0	-45,5	-46,3	-5,5	13,3
IV »	94,2	93,9	95,1	94,0	-42,6	-34,4	-39,6	0,7	5,7
1984 — I trim.	93,2	93,1	92,0	93,7	-34,9	-30,1	-30,9	5,2	11,3
II »	95,3	96,9	92,0	95,4	-28,5	-22,2	-25,1	9,4	6,7
III »	97,0	98,0	96,6	96,5	-25,3	-25,0	-21,7	7,4	8,7
IV »	96,2	97,3	96,9	95,1	-21,0	-29,6	-18,5	7,9	4,7
1985 — I trim.	96,2	96,7	98,6	94,9	-23,2	-29,0	-21,1	7,0	6,0
II »	96,7	97,9	98,8	95,1	-25,9	-30,6	-23,7	5,9	8,3
III »	96,5	97,8	99,0	94,8	-20,1	-29,2	-19,0	8,6	5,3
IV »	96,7	97,6	100,3	94,9	-21,5	-30,1	-20,5	9,1	4,7
1986 — I trim.	98,8	100,6	102,0	96,4	-24,9	-25,9	-21,9	8,8	4,3
II »	98,6	100,1	103,1	95,9	-16,2	-24,4	-18,2	11,4	8,7
III »	98,8	100,4	102,4	96,3	-18,4	-23,4	-17,1	11,4	4,0
IV »	100,5	103,2	104,4	97,2	-15,6	-22,0	-14,8	13,4	2,7
1987 — I trim.	101,3	103,9	103,6	98,7	-12,2	-25,0	-11,9	12,9	4,0
II »	103,4	104,7	106,3	101,6	-9,5	-27,9	-11,5	9,6	1,7
III »	102,6	104,6	103,2	100,9	-8,0	-25,9	-8,5	9,8	-4,3

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					
1982	2.523	5.450	2.087	10.444	20.494	2.052	22.545	9,1	10,7	40,3
1983	2.525	5.290	2.062	10.680	20.557	2.263	22.821	9,9	11,8	40,6
1984	2.426	5.087	1.956	11.179	20.648	2.304	22.933	10,0	12,0	40,7
1985	2.297	4.975	1.921	11.550	20.742	2.382	23.117	10,3	12,1	40,9
1986	2.242	4.940	1.883	11.795	20.860	2.611	23.468	11,1	12,8	41,5
1983 — I trim.....	2.493	5.334	2.060	10.658	20.545	2.229	22.775	9,8	11,6	40,5
II »	2.514	5.289	2.058	10.712	20.572	2.278	22.850	10,0	11,9	40,7
III »	2.557	5.245	2.067	10.700	20.569	2.301	22.870	10,1	11,8	40,7
IV »	2.535	5.201	2.029	10.838	20.603	2.350	22.953	10,2	12,0	40,8
1984 — I trim.....	2.467	5.140	1.973	10.998	20.578	2.335	22.913	10,2	12,0	40,7
II »	2.409	5.082	1.964	11.147	20.601	2.293	22.895	10,0	11,9	40,6
III »	2.385	5.033	1.941	11.359	20.718	2.276	22.993	9,9	12,0	40,8
IV »	2.327	4.993	1.941	11.439	20.699	2.303	23.002	10,0	12,1	40,8
1985 — I trim.....	2.288	4.972	1.957	11.476	20.693	2.323	23.016	10,1	12,2	40,7
II »	2.315	4.967	1.922	11.585	20.789	2.366	23.155	10,2	12,0	41,0
III »	2.305	4.977	1.887	11.623	20.791	2.439	23.231	10,5	12,1	41,1
IV »	2.307	4.951	1.902	11.661	20.821	2.495	23.316	10,7	12,2	41,3
1986 — I trim.....	2.272	4.961	1.899	11.739	20.871	2.558	23.429	10,9	12,5	41,4
II »	2.214	4.955	1.877	11.778	20.824	2.590	23.414	11,1	12,8	41,4
III »	2.211	4.919	1.869	11.851	20.850	2.663	23.512	11,3	12,8	41,5
IV »	2.229	4.920	1.848	11.917	20.913	2.733	23.646	11,6	12,9	41,8
1987 — I trim.....	2.228	4.864	1.848	11.937	20.877	2.751	23.629	11,6	13,0	41,7
II trim.....	2.187	4.852	1.866	11.927	20.832	2.853	23.685	12,0	13,4	41,8

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		
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
1987	3,4	6,1	1,2	2,6					4,6	5,4
1985 — II trim.	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 »	3,7	6,2	3,9	4,1	4,0	5,2	5,4	4,9	4,6	5,2
IV »	4,1	7,0	4,4	4,6					5,2	5,6
1986 — 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.	4,1	6,7	4,0	4,3	4,1	5,8	5,5	5,2	5,0	5,4
ott.	4,1	6,9	4,2	4,5	5,1	5,8	5,4	5,5	5,3	5,6
nov.	4,1	7,0	4,6	4,6	4,8	5,9	5,2	5,4	5,2	5,7
dic.	4,2	7,2	4,5	4,7					5,1	5,7
1988 — gen.									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)
1982	101,4	104,3	95,2	115,5	99,2	74,3	102,4	98,2
1983	103,1	109,0	102,2	122,9	103,4	72,2	106,2	100,7
1984	106,7	110,9	104,4	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	107,5	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	114,5	85,3	106,0	101,8
III »	104,3	105,4	110,6	126,9	116,4	92,4	107,9	104,0
IV »	105,0	106,0	119,1	127,8	117,7	95,7	109,4	106,2
1987 — I trim.	103,7	106,0	117,9	126,1	116,4	101,8	108,5	106,3
II »	103,1	105,1	111,2	126,0	115,6	102,2	107,2	105,0
III »	103,4	105,2	111,0	127,0	114,5	99,5	107,4	104,9
1986 — ott.	104,7	105,7	119,5	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	103,0	106,8	104,7
giu.	102,9	104,9	110,9	125,9	115,3	100,8	107,0	104,7
lug.	102,8	104,5	110,5	126,1	114,3	98,7	106,7	104,4
ago.	103,3	105,1	111,4	126,9	114,5	98,2	107,3	104,7
set.	104,2	106,0	111,1	128,1	114,6	101,5	108,0	105,6
ott.	104,3	106,3	110,4	128,4	114,3	101,9	108,1	105,8
nov. (*) ...	102,5	106,2	108,3	126,8	112,0	107,2	106,7	105,1

(1) Germania federale, Francia, Regno Unito, Belgio, Paesi Bassi, Irlanda, Danimarca. — (2) I sette paesi CEE piú 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					
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	- 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
1987 (5)								1.637	5.127	- 6.764
1985 — 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	359	- 546	117	- 70	- 1.219	- 359	- 1.578	2.274	- 696
mar.	- 1.072	544	- 947	206	- 197	- 1.269	- 805	- 2.074	2.928	- 854
apr.	- 1.044	687	- 1.115	164	- 264	- 1.308	3.595	2.287	- 1	- 2.286
mag.	- 136	1.127	- 802	344	669	533	1.022	1.555	2.182	- 3.737
giu.	- 345	1.240	- 928	564	876	531	133	664	- 378	- 286
lug.	415	1.666	- 778	406	1.294	1.709	- 250	1.459	- 567	- 892
ago.	1.375	1.120	- 453	672	1.339	2.714	- 2.011	703	- 1.464	761
set.	- 212	1.248	- 683	450	1.015	803	- 2.500	- 1.697	- 331	2.028
ott. (4)	356	952	- 850	333	435	791	- 1.442	- 651	1.953	- 1.302
nov. (4)	- 271	488	- 628	7	- 133	- 404	271	- 133	- 550	683
dic. (4)	- 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	261	- 949	673	- 15	- 768	2.210	1.442	2.377	- 3.819
mar.	- 579	571	- 625	- 93	- 147	- 726	1.652	926	273	- 1.199
apr.	- 526	886	- 684	681	883	357	1.222	1.579	- 883	- 696
mag.	- 1.560	941	- 1.226	334	49	- 1.511	- 1.354	- 2.865	1.011	1.854
giu.	- 1.454	1.543	- 876	1.060	1.727	273	- 2.776	- 2.503	788	1.715
lug.	26	1.664	- 1.098	53	619	645	- 535	110	- 2.019	1.909
ago.	- 32	1.156	- 502	398	1.052	1.020	- 2.031	- 1.011	- 3.214	4.225
set.	- 895	1.049	- 653	520	916	21	1.151	1.172	2.973	- 4.145
ott.								728	1.535	- 2.263
nov.								1.371	1.795	- 3.166
dic.								1.188	- 246	- 942

(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) Dati non rivisti. — (5) Il totale annuo non coincide 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>									
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 — 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	14.570	11.258	1.287	1.796	-263	64.948	-826	64.122
ago.	36.300	10.201	11.235	1.294	1.793	-159	60.664	-830	59.834
set.	37.646	20.403	5.142	1.293	1.790	-87	66.187	-830	65.357
ott.	37.646	16.456	12.193	1.286	1.738	-108	69.211	-838	68.373
nov.	37.646	19.341	12.240	1.278	1.680	-115	72.070	-833	71.237
dic.	39.813	20.248	12.220	1.253	1.691	-71	75.154	-841	74.313
<i>(milioni di dollari)</i>									
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 — 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	10.841	8.376	958	1.336	-196	48.681	-615	48.067
ago.	27.366	7.762	8.549	985	1.364	-121	45.905	-632	45.273
set.	28.387	15.385	3.877	975	1.350	-66	49.908	-626	49.282
ott.	28.387	12.872	9.537	1.006	1.359	-84	53.077	-655	52.422
nov.	28.387	16.000	10.125	1.057	1.390	-95	56.864	-689	56.175
dic.	34.050	17.317	10.451	1.072	1.446	-61	64.275	-719	63.556

(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					
1982	114.048	40.515	154.563	-175.848	-35.440	-211.288	-56.725	-16.074	-72.799	-72.087	-1.298
1983	143.554	36.700	180.254	-202.236	-50.842	-253.078	-72.824	-15.436	-88.260	-88.260	-
1984	160.627	41.502	202.129	-246.304	-48.761	-295.065	-92.936	-2.759	-95.695	-95.695	-
1985	177.645	46.642	224.287	-283.736	-54.988	-338.724	-114.437	-8.190	-122.627	-112.224	-2.188
1986	202.091	51.943	254.034	-307.513	-63.681	-371.194	-117.160	6.997	-110.163	-110.163	-606
1987 (2)	224.800	58.357	283.157	-373.883	-68.023	-441.906	-158.749	44.705	-114.044	-113.623	-132
1985 — IV »	57.172	24.882	82.054	-80.601	-20.367	-100.968	-18.914	-10.246	-29.160	-28.731	-203
1986 — I trim. ...	42.727	7.363	50.090	-62.849	-1.649	-64.498	-14.408	-11.951	-26.359	-26.359	-337
II »	55.143	11.092	66.235	-69.446	-14.814	-84.260	-18.025	-1.952	-19.976	-19.976	-79
III »	37.669	11.304	48.973	-87.125	-17.475	-104.600	-55.627	19.415	-36.212	-36.212	-127
IV »	66.552	22.183	88.735	-88.093	-29.743	-117.835	-29.100	1.484	-27.616	-27.616	-64
1987 — I trim. ...	44.613	11.285	55.898	-68.721	-11.776	-80.497	-24.599	-267	-24.867	-24.867	-41
II »	59.020	9.952	68.972	-95.762	-12.641	-108.403	-39.432	17.547	-21.885	-21.885	-31
III »	43.265	12.075	55.340	-71.012	-17.195	-88.207	-32.867	-5.580	-38.448	-38.305	-33
IV » (2) .	77.902	25.046	102.948	-138.388	-26.411	-164.799	-61.851	33.006	-28.845	-28.567	-27
1986 — dic.	35.391	15.597	50.988	-38.404	-10.785	-49.189	1.800	-7.615	-5.815	-5.815	-42
1987 — gen.	16.053	4.206	20.259	-17.689	-713	-18.402	1.857	-2.595	-738	-738	-
feb.	12.436	3.617	16.053	-21.775	-1.114	-22.889	-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	-11.090	-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	3.711	32.028	-42.703	-4.357	-47.060	-15.033	18.580	3.547	3.547	-
lug.	15.291	3.370	18.661	-28.496	-7.386	-35.882	-17.221	3.299	-13.922	-13.779	-18
ago.	15.813	6.388	22.201	-26.628	-4.362	-30.990	-8.789	-677	-9.465	-9.465	-1
set.	12.161	2.317	14.478	-15.889	-5.447	-21.336	-6.858	-8.202	-15.060	-15.060	-14
ott.	19.339	4.294	23.633	-25.590	-3.575	-29.165	-5.533	-3.247	-8.780	-8.780	-15
nov. (2) .	18.473	2.952	21.425	-49.332	-2.963	-52.295	-30.869	18.679	-12.190	-12.190	-3
dic. (2) ..	40.090	17.800	57.890	-63.466	-19.873	-83.339	-25.449	17.574	-7.875	-7.597	-9

(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.					
1982	23.473	27.378	32.604	8.883	6.598	3.683	2.570	1.586	72.799	12.676
1983	69.315	66.652	11.071	-1.125	-8.622	4.939	1.259	2.801	88.260	4.514
1984	62.763	56.738	9.300	13.288	18.555	6.365	2.271	1.709	95.695	10.027
1985	93.207	78.567	13.181	3.689	6.340	9.067	2.937	545	122.627	27.519
1986	87.073	53.534	9.697	1.673	4.525	11.271	856	-407	110.163	10.994
1987 (2)	58.339	35.268	25.172	10.312	9.272	13.200	5.888	1.134	114.044	9.412
1985 — IV trim.....	25.247	22.727	-5.189	447	-782	7.294	735	625	29.160	14.250
1986 — I trim.....	17.909	11.345	-2.039	9.572	8.266	1.311	-114	-279	26.359	11.084
II »	31.584	19.888	400	-12.839	-10.806	271	313	248	19.976	-10.802
III »	15.519	7.517	10.352	9.367	9.126	1.216	252	-494	36.212	3.229
IV »	22.061	14.785	984	-4.427	-2.061	8.474	406	118	27.616	7.484
1987 — I trim.....	22.637	16.410	-6.986	7.632	6.596	2.045	455	-916	24.867	1.682
II »	21.589	8.425	1.562	-2.015	-1.490	975	416	-643	21.885	2.500
III »	12.163	9.600	19.796	3.255	3.452	2.022	515	697	38.448	9.399
IV » (2) ...	1.950	833	10.800	1.440	713	8.157	4.502	1.995	28.845	-4.169
1986 — dic.	3.614	1.970	-314	-4.704	-3.918	6.734	339	145	5.815	317
1987 — gen.	1.910	2.570	-5.533	2.141	2.250	2.743	92	-614	738	7.515
feb.	12.278	9.890	-1.698	-22	-763	15	402	144	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	639
mag.	8.704	4.796	2.651	-2.450	-1.578	396	477	220	9.997	3.379
giu.	188	-1.093	-3.012	-576	-875	801	-38	-909	-3.547	-1.518
lug.	5.844	5.444	6.506	203	579	692	41	636	13.922	5.177
ago.	2.440	1.683	5.397	750	672	800	107	-29	9.465	3.180
set.	3.880	2.474	7.892	2.302	2.201	530	366	90	15.060	1.042
ott.	793	891	7.307	-2.344	-2.703	168	1.391	1.465	8.780	-3.485
nov. (2)	1.356	445	4.761	2.156	2.279	977	2.709	231	12.190	-2.081
dic. (2)	-198	-503	-1.268	1.628	1.138	7.012	402	299	7.875	1.397

(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
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	39.322	23.613	1.938	273.162	78.670	351.832	332.538
1983 — dic.	149.832	137.772	44.261	29.312	2.147	363.325	79.631	442.955	421.194
1984 — mar.	165.901	134.604	45.867	30.616	2.196	379.184	82.914	462.098	439.590
giu.	182.556	140.249	45.970	32.570	2.246	403.590	80.740	484.330	459.849
set.	194.300	149.936	46.440	34.314	2.290	427.280	83.208	510.488	484.290
dic.	207.740	152.691	50.626	38.024	2.379	451.459	92.863	544.322	516.062
1985 — mar.	230.366	146.955	52.141	38.837	2.429	470.728	102.991	573.719	545.436
giu.	250.648	159.816	52.409	37.357	2.434	502.663	102.664	605.327	577.103
set.	272.794	165.217	52.399	35.940	2.457	528.806	106.015	634.821	608.925
dic.	294.558	150.814	59.693	35.925	2.451	543.441	120.286	663.727	638.563
1986 — mar.	306.249	153.075	61.004	34.931	2.384	557.642	131.536	689.178	665.513
giu.	335.484	154.261	61.274	35.712	2.399	589.131	120.596	709.727	685.577
set.	359.093	163.507	62.490	34.723	2.457	622.270	123.504	745.774	721.947
dic.	374.514	159.187	70.964	37.444	2.475	644.583	130.955	775.538	750.192
1987 — gen.	370.372	153.757	73.707	37.330	2.502	637.668	138.381	776.049	750.904
feb.	388.028	152.690	73.722	37.381	2.513	654.334	132.887	787.220	761.981
mar.	401.462	154.059	73.009	36.788	2.515	667.833	132.528	800.362	775.692
apr.	413.777	157.482	72.788	36.801	2.518	683.366	133.328	816.694	791.903
mag.	417.895	158.535	73.184	36.736	2.566	688.916	136.753	825.669	801.692
giu.	418.949	156.222	73.985	37.638	2.566	689.360	135.268	824.627	798.408
lug.	422.520	159.928	74.677	37.667	2.587	697.380	140.298	837.678	812.277
ago.	421.755	166.244	75.476	37.790	2.593	703.859	143.641	847.500	821.818
set.	428.201	172.444	76.007	36.295	2.633	715.579	144.446	860.025	836.582

(*) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

Base monetaria (*)
(consistenze in miliardi di lire)

DATA	CREAZIONE						
	Estero	Totale	Tesoro		per memoria: margine disp. sul c/c di tesoreria	Rifinan- ziamento	Altri settori
			di cui: titoli di Stato di BI-UIC	c/c di tesoreria			
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 — 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	2.780	3.439	-12.445
giu.	15.159	133.910	71.796	57.814	3.769	3.607	-9.770
lug.	13.003	139.087	76.753	58.254	3.529	4.870	-10.267
ago.	8.756	142.266	79.182	59.064	2.719	4.030	-10.688
set.	12.885	143.309	77.884	61.266	705	3.260	-14.554
ott.	14.919	139.824	76.765	58.562	4.335	3.363	-11.750
nov. (1)	18.084	137.743	72.516	60.840	2.056	4.105	-12.515
dic. (1)	19.296	139.140	72.279	61.980	916	3.719	-9.714

DATA	UTILIZZO						Totale base monetaria
	Pubblico		Aziende di credito			Totale	
	Totale	di cui: biglietti e monete	Riserva obbligatoria	Deposito infruttifero eccedenza massimale	Liquidità		
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 — 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	141.184
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.	50.294	50.188	93.322	—	3.077	96.399	146.693
ago.	47.567	47.389	93.046	—	3.752	96.798	144.364
set.	47.777	47.574	92.515	—	4.607	97.122	144.900
ott.	47.822	47.662	93.414	648	4.472	98.534	146.356
nov. (1)	48.390	48.220	94.233	328	4.467	99.028	147.418
dic. (1)	52.982	52.864	93.847	657	4.956	99.460	152.442

(*) L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta all'arrotondamento. — (1) Dati provvisori.

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

DATA	Estero	Tesoro	Rifinan- ziamento	Altri settori	Totale	Pubblico	Aziende di credito		
							Riserva obbligatoria	Dep. ecced. massimale	Liquidità
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
1987 (2)	6.740	9.412	-709	-1.552	13.892	4.611	8.739	657	-115
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	1.310	762	847	-	-299
mag.	-1.835	3.379	317	-1.305	556	867	667	-	-979
giu.	-1.470	-1.518	167	2.674	-145	397	-773	-	231
lug.	-2.156	5.177	1.263	-497	3.788	3.130	1.352	-	-694
ago.	-4.248	3.180	-840	-420	-2.328	-2.726	-276	-	675
set.	4.130	1.042	-770	-3.867	535	210	-531	-	856
ott.	2.034	-3.485	103	2.804	1.456	44	899	648	-135
nov. (2) ..	3.166	-2.081	742	-765	1.062	568	819	-320	-5
dic. (2) ...	1.212	1.397	-386	2.801	5.024	4.592	-386	329	489

Finanziamento in base monetaria del Tesoro
(miliardi di lire)

DATA	Fabbisogno	Collocamento netto di titoli sul mercato					Altre forme di copertura non in base monetaria	Copertura in base monetaria	
		Mercato primario (1)			Mercato aperto (1)				Totale
		BOT	CCT	Altri	di cui: op. tempor.				
1984	95.695	-13.187	-54.436	-2.796	-5.012	2.661	-75.431	-10.237	10.027
1985	122.627	1.802	-68.695	-14.504	-1.480	4.933	-82.877	-12.231	27.519
1986	110.163	-6.455	-47.664	-31.622	-1.823	1.913	-87.563	-11.606	10.994
1987 (2)	114.044	-18.667	-31.195	-21.125	-14.590	4.140	-85.577	-19.055	9.412
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.	-3.547	2.569	1.003	-1.179	-493	-461	1.900	129	-1.518
lug.	13.922	-6.044	-3.385	-1.339	3.374	3.481	-7.394	-1.351	5.177
ago.	9.465	-6.386	-1.396	-1.050	3.305	3.400	-5.528	-757	3.180
set.	15.060	-5.208	-1.165	-1.553	-5.488	-6.088	-13.414	-604	1.042
ott.	8.780	-5.070	-831	-529	-2.827	-1.729	-9.257	-3.008	-3.485
nov. (2) ..	12.190	-4.615	-882	-906	-4.130	-1.920	-10.533	-3.738	-2.081
dic. (2) ...	7.875	490	-212	-824	1.386	1.609	840	-7.318	1.397

(*) 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							
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
1987 (2)	32.525	26.021	-11.009	-1.035	-501	—	-4.505
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	170	457	-270	—	-273
lug.	2.802	2.339	2.272	1.431	871	—	2.735
ago.	7	996	313	950	-640	—	-676
set.	5.488	2.804	-1.161	-338	-231	—	1.523
ott.	4.197	1.960	-3.210	-979	—	—	-973
nov. (2)	4.089	3.943	-2.896	-265	—	—	-2.750
dic. (2)	486	1.264	-1.097	-721	254	—	-1.875
CCT							
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
1987 (2)	5.870	2.100	-2.468	—	-2.415	—	1.302
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.	2.156	—	-264	—	175	—	1.892
ago.	90	—	3.339	—	3.747	—	3.429
set.	966	—	-3.875	—	-4.652	—	-2.909
ott.	54	—	1	—	-645	—	55
nov. (2)	152	584	-1.436	—	—	1.655	-1.868
dic. (2)	19	731	2.163	—	—	-1.655	1.451

(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							
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
1987 (2)	5.705	2.420	-1.085	—	-189	—	2.200
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	—	-605	—	-345	—	-602
lug.	81	1.117	1.366	—	1.354	—	330
ago.	24	—	-347	—	-657	—	-323
set.	540	—	-452	—	-867	—	88
ott.	67	641	375	—	-105	—	-199
nov. (2)	—	—	369	—	—	—	369
dic. (2)	—	—	187	—	421	—	187
TOTALE							
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
1987 (2)	44.100	30.541	-14.562	-1.035	-3.105	—	-1.003
1987 — gen.	2.121	3.877	7.103	-1.694	9.079	—	5.347
feb.	1.023	730	-5.642	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	2.918	—	5.796
giu.	628	1.059	-493	457	-918	—	-924
lug.	5.039	3.456	3.374	1.431	2.050	—	4.957
ago.	121	996	3.305	950	2.450	—	2.430
set.	6.994	2.804	-5.488	-338	-5.750	—	-1.298
ott.	4.318	2.601	-2.834	-979	-750	—	-1.117
nov. (2)	4.241	4.527	-3.963	-265	—	1.655	-4.249
dic. (2)	505	1.995	1.253	-721	675	-1.655	-237

(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

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)											
1987											
5 Gen.	1.000	1.000	7	13,50	13,58	5 Ago.	5.500	5.500	7-17	12,55	12,89
14 »	1.250	1.250	6-19	13,25	13,37	31 »	1.000	1.000	8	12,65	12,80
15 »	4.000	4.000	15-18	12,00	12,19	24 Set.	1.500	1.500	5-7	12,65	12,87
23 »	3.750	3.750	5-10	11,85	12,13	1 Dic.	1.000	1.000	20-29	11,05	11,15
26 »	7.000	7.000	4-8	11,50	11,78	4 »	10.000	10.000	4-14	11,30	11,63
30 »	3.000	3.000	17-28	11,90	11,96	7 »	2.750	2.750	2-9	10,75	11,24
2 Feb.	1.500	1.500	18-25	12,35	12,40	15 »	1.000	1.000	15-20	10,90	11,28
4 »	3.750	3.750	5-23	11,00	11,03	1988					
13 »	2.000	2.000	3-17	10,75	10,78	22 Gen.	8.000	8.000	1-9	10,90	11,48
20 »	3.500	3.500	3-10	10,75	10,88	25 »	5.500	5.500	2-4	10,85	11,13
25 »	3.500	3.500	2-22	10,70	10,82	28 »	7.000	7.000	3-10	10,95	11,46
25 »	3.500	3.500	2-22	10,70	10,82	2 Feb.	2.000	2.000	21	11,55	11,55
27 »	1.250	1.250	17-31	10,90	11,14	3 »	2.000	2.000	7-15	11,25	11,53
19 Mag.	750	750	13	12,05	12,20	8 »	3.500	3.500	2-11	11,25	11,32
25 »	3.500	3.500	2-7	10,50	10,62						
29 »	1.000	1.000	17-24	11,50	11,92						
5 Giu.	2.000	2.000	13-14	12,15	12,35						
8 »	1.500	1.500	3-8	11,55	11,84						
25 »	2.000	2.000	6-7	11,80	11,84						
23 Lug.	2.250	2.250	7-12	10,55	10,71						
27 »	2.000	2.000	3	11,05	11,28						
30 »	2.000	2.000	4-5	12,15	12,15						

(1) BOT sottoscritti all'asta dal gruppo degli intermediari che la Banca d'Italia si dichiara disposta a finanziare. — (2) Operazioni pronti contro termine

da 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 7				1 9 8 6					
15 Gen.	268	76	15	18 Set.	1.250	1.160	7	11,00	10,63
30 »	4.395	683	28	1 9 8 7					
13 Feb.	810	305	14	18 Mar.	2.500	2.500	7-12	10,70	9,81
27 »	3.696	997	31	20 »	750	750	5-11	11,00	10,55
30 Mar.	2.431	724	2	13 Apr.	2.000	2.000	14-17	10,20	9,88
15 Apr.	727	639	15	14 »	1.000	795	10	11,00	10,50
30 »	3.384	1.347	4	21 »	1.500	1.500	6-9	11,00	10,91
15 Mag.	395	289	5	13 Mag.	500	195	12	11,60	11,19
29 »	1.768	807	17	10 Lug.	3.000	3.000	13-20	10,50	10,24
15 Giu.	239	35	7	13 »	1.000	1.000	10-17	11,50	10,67
30 »	3.134	1.264	3	7 Ott.	5.000	5.000	19-23	11,90	11,48
15 Lug.	1.614	847	6	8 »	2.500	2.500	18-22	11,70	11,50
30 »	7.506	2.720	11	12 »	1.000	1.000	11-14	11,20	10,90
14 Ago.	1.394	502	17	13 »	2.000	1.780	10-17	12,00	11,70
31 »	8.325	3.645	10	16 »	1.000	1.000	10-14	11,80	11,45
15 Set.	892	581	17	6 Nov.	2.000	1.635	19-24	11,95	11,55
30 »	6.285	2.328	4	11 »	1.000	585	19-26	11,95	11,92
16 Nov.	986	189	2	20 »	1.500	1.500	10-17	11,60	11,54
30 »	3.915	2.063	23	1 9 8 8					
15 Dic.	994	316	15	12 Gen.	2.000	2.000	3-13	10,50	9,44
30 »	7.740	1.577	5	20 »	1.000	420	5-9	11,50	11,22
1 9 8 8				1 9 8 8					
15 Gen.	2.652	911	16	12 Gen.	2.000	2.000	3-13	10,50	9,44
29 »	9.931	1.626	5	20 »	1.000	420	5-9	11,50	11,22

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 — 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
» fine ...	13.000	91	11.354	11.354	—	1.646	13.000
nov. metà ..	3.000	91	2.559	2.559	—	441	3.000
» fine ...	9.500	91	7.799	7.799	—	800	8.599
dic. metà ..	1.500	91	1.131	1.131	—	369	1.500
» fine ...	6.000	91	7.315	6.000	—	—	6.000
1988 — gen. metà ..	2.000	91	2.619	2.000	—	—	2.000
» fine ...	9.000	91	10.341	8.941	59	—	9.000
6 mesi							
1987 — 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	1.344	—	800	2.144
» fine ...	9.000	182	8.678	8.678	—	322	9.000
nov. metà ..	2.000	182	1.467	1.467	—	533	2.000
» fine ...	8.000	182	7.832	7.832	—	168	8.000
dic. metà ..	1.250	183	1.262	1.250	—	—	1.250
» fine ...	8.500	183	10.476	8.500	—	—	8.500
1988 — gen. metà ..	2.000	182	3.359	2.000	—	—	2.000
» fine ...	10.000	182	16.433	9.941	59	—	10.000
12 mesi							
1987 — 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
» fine ...	7.500	367	6.629	—	6.629	850	7.479
nov. metà ..	1.500	365	997	—	997	503	1.500
» fine ...	7.500	366	5.855	—	5.855	1.645	7.500
dic. metà ..	1.250	366	1.133	—	1.133	117	1.250
» fine ...	9.000	366	10.250	—	9.000	—	9.000
1988 — gen. metà ..	2.000	367	2.497	—	2.000	—	2.000
» fine ...	12.000	367	13.739	—	12.000	—	12.000

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 — 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	
» fine	97,23	97,24	11,43	11,38	11,17	11,93	11,88	11,65	
nov. metà	97,23	97,23	11,43	11,43	11,21	11,93	11,93	11,70	
» fine	97,23	97,23	11,43	11,43	11,21	11,93	11,93	11,70	
lug. metà	97,25	97,25	11,34	11,34	11,13	11,83	11,83	11,60	
» fine	97,28	97,30	11,21	11,13	10,92	11,70	11,60	11,37	
1988 — gen. metà	97,30	97,33	11,13	11,00	10,79	11,60	11,47	11,24	
» fine	97,31	97,36	11,09	10,88	10,66	11,56	11,33	11,10	
6 mesi									
1987 — 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	
» fine	94,57	94,50	11,74	11,67	11,56	12,09	12,01	11,89	
nov. metà	94,47	94,47	11,74	11,74	11,63	12,09	12,09	11,97	
» fine	94,47	94,48	11,74	11,72	11,60	12,09	12,06	11,94	
dic. metà	94,54	94,55	11,52	11,50	11,39	11,85	11,83	11,71	
» fine	94,60	94,63	11,39	11,32	11,21	11,71	11,64	11,52	
1988 — gen. metà	94,66	94,69	11,31	11,25	11,13	11,63	11,56	11,45	
» fine	94,70	94,79	11,22	11,02	10,91	11,54	11,33	11,21	
12 mesi									
1987 — 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	
» fine	89,10	89,10	12,17	—	12,17	12,17	—	12,17	
nov. metà	89,15	89,15	12,17	—	12,17	12,17	—	12,17	
» fine	89,15	89,15	12,14	—	12,14	12,14	—	12,14	
dic. metà	89,35	89,35	11,89	—	11,89	11,89	—	11,89	
» fine	89,45	89,80	11,76	—	11,33	11,76	—	11,33	
1988 — gen. metà	89,65	90,00	11,48	—	11,05	11,48	—	11,05	
» fine	89,85	90,40	11,24	—	10,56	11,24	—	10,56	

(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				
	base	effettivi su antic. scad. fissa (1)	BOT 3 mesi (2)	BOT 6 mesi (2)	BOT 12 mesi (2)	BOT media (2) (3)	BTP	Obbligazioni mobiliari
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 — dic.	12,00	13,03	10,81	10,25	10,01	10,21	10,05	9,05
1987 — gen.	12,00	13,20	10,81	10,19	9,93	10,09	9,78	8,97
feb.	12,00	13,00	10,69	9,98	9,74	9,98	9,84	9,02
mar.	11,50	12,50	10,57	9,92	9,68	9,96	10,03	9,13
apr.	11,50	11,50	10,23	9,85	9,65	9,85	10,07	9,28
mag.	11,50	12,30	10,31	9,85	9,66	10,10	10,20	9,68
giu.	11,50	12,79	10,34	9,85	9,68	10,18	10,41	9,92
lug.	11,50	12,45	11,21	10,78	10,56	10,60	10,90	10,34
ago.	12,00	13,18	11,15	10,92	10,62	10,95	11,30	10,71
set.	12,00	13,53	12,07	11,78	11,45	10,98	11,30	11,02
ott.	12,00	—	11,84	11,98	12,09	11,96	11,41	11,01
nov.	12,00	12,00	11,93	12,06	12,14	12,01	11,25	11,31
dic.	12,00	12,37	11,64	11,66	11,39	11,56	10,50	11,19
1988 — gen. (*)	12,00	12,17	11,36	11,37	10,63	11,07	10,29	10,76

DATA	Tassi bancari (4)							
	Prestiti in lire			Depositi		Certificati di deposito		Tassi sui conti interbancari
	prime rate ABI (5)	minimo	medio	massimo	medio	6 mesi	12 mesi	
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 — dic.	13,00	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.	12,83	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.	»	11,75	13,27	9,67	»	9,49	9,60	11,52
set.	13,00	12,24	13,69	»	6,77	9,84	10,06	12,12
ott.	»	12,52	14,15	9,77	6,83	10,03	10,22	11,54
nov.	»	12,40	14,02	9,80	6,91	10,13	10,28	10,77
dic.	»	12,34	13,80	9,81	6,94	10,18	10,29	10,76
1988 — gen. (*)	»	12,23	»	9,78	»	»	»	10,54

(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)

DATA	ATTIVO								
	Riserve bancarie	Crediti				Azioni e partecipazioni	Sofferenze	Conti intercreditizi	
		Impieghi		BOT	Altri titoli			di cui: ICS	
		In lire	In valuta						
(1)	(2)	(3) (*)	(4) (*)	(5)					
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 — nov.	88.043	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.	97.429	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	245.496	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.	95.209	249.344	27.372	17.489	179.386	13.371	23.537	83.997	7.298
set.	95.544	239.007	29.187	16.230	189.334	13.498	23.744	88.844	7.011
ott.	96.954	241.426	31.924	21.881	189.418	13.646	23.967	89.106	8.052
nov.	97.619	246.697	32.446	22.455	193.362	13.626	24.172	97.824	9.315
dic. (**)	98.380	255.470	32.800						

DATA	PASSIVO								
	Depositi (6)	di cui: in conto corrente	Altra raccolta all'interno (7)	Crediti da BI-UIC	Conti intercreditizi		Patrimonio	Posizione netta sull'estero (8)	Accettazioni bancarie rilasciate (9)
					di cui: ICS				
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)				
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 — 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	29.783	232
ago.	488.683	270.418	4.234	4.003	82.564	5.720	61.344	33.566	235
set.	494.545	275.719	3.546	3.229	86.413	5.226	61.724	34.487	682
ott.	497.712	278.771	3.549	3.279	87.998	4.845	61.786	37.654	1.081
nov.	496.484	276.502	3.753	6.078	93.259	4.771	61.717	....	1.206
dic. (**)	532.200			5.700					

(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	
1984 — dic.	4.257	4.964	15.023	125.302	66.144	32.927	4.585	9.193	- 7.917
1985 — dic.	3.575	4.601	16.441	135.988	72.323	36.096	3.781	8.593	- 8.238
1986 — 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	5.186	13.643	158.106	85.036	43.407	4.270	7.472	- 11.628
giu.	4.608	5.414	12.974	158.758	85.635	43.876	4.309	7.020	- 9.046
lug.	5.985	6.849	12.600	160.981	86.943	44.539	4.302	7.020	- 12.309
ago.	5.917	6.745	12.902	161.203	86.616	44.957	4.260	7.019	- 12.125
set.	5.320	6.381	12.527	163.222	86.893	46.327	4.191	7.019	- 11.585
ott.	5.277	6.351	10.402	166.816	89.208	47.353	4.320	7.019	- 11.296
nov.	4.918	5.771	10.178	169.180	90.232	48.363	4.215	7.231	- 11.443
dic. (*) ..				172.900					

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: fondiarie	Per c/ Tesoro				
1984 — dic.	23.480	89.554	35.871	33.605	8.159	4.912	4.771	2.422	17.852
1985 — dic.	25.549	95.022	37.736	36.192	7.145	5.513	5.365	2.521	20.051
1986 — 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	4.430	6.715	2.649	24.253
lug.	28.241	108.176	44.136	42.505	5.048	3.759	6.752	2.674	24.793
ago.	28.044	109.102	44.436	43.096	5.048	3.395	6.886	2.754	24.775
set.	27.794	110.503	44.817	43.962	5.044	3.529	7.101	2.789	24.995
ott.	28.190	111.472	45.651	44.391	5.043	4.019	7.066	2.822	25.000
nov.	28.407	112.079	46.285	44.718	5.038	4.930	7.061	2.874	24.743

(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 novembre 1987	Variazioni percentuali nei 12 mesi terminanti a:			Consi- stenze a novembre 1987	Variazioni percentuali nei 12 mesi terminanti a:		
		dic. 86	giu. 87	nov. 87		dic. 86	giu. 87	nov. 87
Amministrazione pubblica	8.741	-8,3	2,9	8,9	22.855	1,4	4,0	3,1
Imprese finanziarie e assicurative	16.528	30,7	50,9	13,1	9.141	57,5	50,7	15,7
Imprese non finanziarie	221.660	7,8	13,3	7,4	115.891	11,9	9,0	13,7
Agricoltura foreste e pesca	9.146	12,6	12,4	6,9	8.205	19,7	15,3	10,7
Industrie	132.710	3,6	8,4	5,0	64.265	7,8	4,9	9,2
estrattive	2.552	0,0	55,1	22,5	1.126	-0,2	33,8	11,4
alimentari e affini	13.596	6,0	10,3	5,6	6.267	14,4	11,6	13,1
tessili	10.039	-3,3	4,0	15,6	2.535	7,3	0,9	5,5
vestiario, abbigliamento, calzature, pelli e cuoio	10.080	9,7	14,1	12,3	1.236	11,3	14,2	15,9
legno, mobilio e arredamenti in legno ..	5.672	5,5	8,6	8,7	1.297	14,7	13,1	8,9
metallurgiche	5.744	0,6	8,6	-9,1	3.859	4,2	6,5	28,6
meccaniche	28.319	7,7	4,9	3,0	13.316	10,4	6,3	7,4
mezzi di trasporto	6.509	1,0	4,8	-0,5	3.454	-12,5	-8,9	-6,0
lavorazione minerali non metalliferi ...	4.638	-5,1	-0,6	-1,0	2.634	9,1	5,0	11,7
chimiche, derivati del petrolio e del carbone	10.320	-8,2	3,0	5,6	4.345	3,4	0,4	-2,8
gomma, prodotti materie plastiche ..	3.519	1,6	6,9	15,5	1.239	3,7	5,7	8,2
carta, cartotecnica, poligrafiche, editoriali e affini	4.608	-3,3	11,3	15,0	1.618	3,0	6,2	0,1
foto-cinematografiche, manufattu- riere varie	1.035	10,9	15,7	13,5	397	17,4	13,4	23,3
costruzioni e installazioni di impianti ..	24.912	11,8	13,3	5,9	17.773	10,5	8,3	10,2
produzione e distribuzione luce, gas, acqua	1.167	-17,1	8,1	-48,3	3.169	14,1	-18,3	24,7
Commercio all'ingrosso, al minuto, altre attività com.li e servizi vari	61.836	16,8	20,2	14,3	20.642	20,4	23,9	30,3
Alberghi e pubblici esercizi	2.793	19,6	22,7	13,7	2.406	19,5	19,9	25,4
Trasporti e comunicazioni	6.926	9,2	18,7	5,9	14.816	-1,1	-3,6	6,8
Coordinamento e gestione finanziaria di imprese	8.249	9,4	47,2	-2,0	5.557	117,1	47,7	37,6
Istituzioni senza finalità di lucro, famiglie e unità non classificabili	12.349	32,3	22,1	12,4	4.527	7,8	50,4	59,7
TOTALE CLIENTELA ORDINARIA RESIDENTE	259.278	9,5	15,2	8,0	152.414	12,2	10,8	13,0
<i>di cui: Imprese pubbliche (1)</i>	<i>21.286</i>	<i>-7,9</i>	<i>21,0</i>	<i>-2,5</i>	<i>27.454</i>	<i>-5,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>10,1</i>
<i> di cui: a partecipazione statale ..</i>	<i>17.657</i>	<i>-6,8</i>	<i>21,7</i>	<i>-0,9</i>	<i>21.507</i>	<i>8,1</i>	<i>2,9</i>	<i>4,2</i>
<i> Imprese principali private (1)</i>	<i>43.198</i>	<i>3,3</i>	<i>4,4</i>	<i>-10,9</i>	<i>31.936</i>	<i>16,0</i>	<i>10,2</i>	<i>6,3</i>
<i> Imprese rimanenti (1)</i>	<i>173.704</i>	<i>14,8</i>	<i>18,0</i>	<i>15,2</i>	<i>65.642</i>	<i>16,2</i>	<i>17,6</i>	<i>19,6</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	
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	
1987 (*)	56.378	11.519	3.888	71.785	1.541			-5.062		9.448	
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....	22.851	1.385	1.278	25.514	-3.881	61	-7.609	2.249	34.694	2.466	
II » ...	21.819	3.785	238	25.842	4.950	566	6.915	-68	13.479	3.027	
III » (*) .	12.249	2.987	1.079	16.315	2.541	-13	8.175	-4.709	10.321	2.392	
IV » (*) .	-541	3.362	1.293	4.114	-2.069			-2.534		1.563	
1987 — gen.	1.883	18	2	1.903	5.695	-23	-16.463	788	11.906	684	
feb.	12.442	121	317	12.880	-4.948	-20	1.805	1.025	15.018	293	
mar.	8.526	1.246	959	10.731	-4.628	104	7.049	436	7.770	1.489	
apr.	12.819	982	102	13.903	966	149	7.323	996	4.469	913	
mag.	8.793	1.367	-121	10.039	4.620	-20	-713	3	6.149	502	
giu.	207	1.436	257	1.900	-636	437	305	-1.067	2.861	1.612	
lug.	5.736	606	615	6.957	2.227	-24	-1.847	-841	7.442	948	
ago.	2.596	895	69	3.560	3.136	-6	-364	-2.162	2.956	389	
set. (*) ...	3.917	1.486	395	5.798	-2.822	17	10.386	-1.706	-77	1.055	
ott. (*) ...	240	957	452	1.649	-156	-9	-41	-2.198	4.053	988	
nov. (*) ...	245	640	887	1.772	-3.551	—	3.974	-415	1.764	212	
dic. (*) ...	-1.026	1.765	-46	693	1.638			79		363	

(*) 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		
				lordo	netto			lorda	netta	
12878 (2)	CCT	18.2.97	18.2.87	99,00	10,81	10,14	6.000	0,75	10,55	9,8905
12879 (2)	CCT	1.3.97	1.3.87	99,00	10,59	9,93	5.000	0,75	10,35	9,7030
12882 (2)	CCT	1.4.97	1.4.87	99,00	10,59	9,93	11.500	0,75	10,35	9,7030
12885 (2)	CCT	1.5.97	1.5.87	99,00	10,55	9,89	8.000	0,75	10,35	9,7030
12889 (2)	CCT	1.6.97	1.6.87	99,00	10,55	9,89	1.430	0,75	10,35	9,7030
12892 (2)	CCT	1.7.97	1.7.87	99,00	10,66	9,99	3.000	0,75	10,80	10,1250
12894 (3)	CCT	20.7.92	20.7.87	99,00	10,68	9,93	2.500	0,30	5,30	4,9685
12895 (2)	CCT	1.8.97	1.8.87	99,00	11,45	10,74	1.450	0,75	11,20	10,5000
12897 (3)	CCT	19.8.92	19.8.87	99,00	11,42	10,67	250	0,30	5,30	4,9685
12898 (2)	CCT	1.9.97	1.9.87	99,00	12,33	10,80	500	0,75	12,00	10,5000
13001 (2)	CCT	1.10.94	1.10.87	99,00	12,36	10,82	900	0,75	12,00	10,5000
13005 (3)	CCT	2.11.92	2.11.87	99,75	12,84	11,20	1.950	0,30	6,20	5,4250
13007 (3)	CCT	1.12.92	1.12.87	99,75	12,84	11,19	1.000	0,30	6,20	5,4250
13009 (3)	CCT	1.1.93	1.1.88	99,50	12,13	10,58	7.000	0,30	6,00	5,2500
13011 (3)	CCT	1.2.93	1.2.88	99,25	11,49	10,02	3.100	0,30	5,80	5,0750

Codice ABI	Titolo	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione		Importo collocato (mld di lire)	Cedola		
				lordo	netto		lorda	netta	
12611	BTP	1.1.92	1.1.87	98,75	9,80	9,17	1.940	4,625	4,3359
12612	BTP	1.2.90	1.2.87	98,75	9,98	9,34	2.050	4,625	4,3359
12613	BTP	1.2.92	1.2.87	98,75	9,79	9,17	950	4,625	4,3359
12614	BTP	1.3.90	1.3.87	98,75	9,87	9,24	1.000	4,575	4,2891
12615	BTP	1.3.92	1.3.87	98,75	9,68	9,07	1.000	4,575	4,2891
12616	BTP	1.4.90	1.4.87	98,75	9,85	9,22	2.200	4,575	4,2891
12617	BTP	1.4.92	1.4.87	98,75	9,68	9,07	800	4,575	4,2891
12618	BTP	1.5.90	1.5.87	98,75	9,88	9,25	950	4,575	4,2891
12619	BTP	1.5.92	1.5.87	98,75	9,69	9,07	1.000	4,575	4,2891
12620	BTP	1.6.90	1.6.87	98,75	9,86	9,23	405	4,575	4,2891
12621	BTP	1.6.92	1.6.87	98,75	9,68	9,07	85	4,575	4,2891
12622	BTP	1.7.90	1.7.87	99,75	10,85	10,16	1.150	5,25	4,9218
12623	BTP	1.7.92	1.7.87	99,75	10,83	10,13	300	5,25	4,9218
12624	BTP	1.8.90	1.8.87	99,00	11,21	10,49	900	5,25	4,9218
12625	BTP	1.9.90	1.9.87	99,00	11,96	10,44	800	5,625	4,9218
12626	BTP	1.10.90	1.10.87	99,50	12,03	10,49	700	5,75	5,0312
12627	BTP	1.2.92	1.2.88	99,00	11,62	10,13	1.250	5,50	4,8125

Codice ABI	Titolo	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione		Importo collocato (mil di ECU) (4)	Tasso di cambio LIRA/ECU all'emissione	Cedola		
				lordo	netto			lorda	netta	
12881	CTE	25.3.94	25.3.87	100	7,74	7,26	800	1.477,72	7,75	7,2656
13000	CTE	21.9.91	21.9.87	100	8,73	7,64	700	1.498,87	8,75	7,6562

(1) Rendimento atteso 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) Limitatamente al mercato interno.

CCT, CTE, CTR, BTP e Fondi comuni

DATA	Rendimenti attesi netti (1)			Indici di capitalizzazione (2)							
	CCT	CTE	CTR	CCT	CTE (3)				CTR	BTP	Fondi comuni
					interesse	quotazione	tasso di cambio	Totale			
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
1987	10,66	8,43	4,57	289,14	161,33	113,45	113,26	207,26	132,34	163,44	186,59
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
IV » ..	11,60	8,85	4,90	297,15	167,11	111,07	114,70	212,90	135,71	168,35	178,06
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
ott.	11,58	8,90	4,59	292,88	165,85	110,93	113,66	209,09	136,49	165,84	184,59
nov.	11,91	8,98	4,97	296,24	167,11	110,55	115,19	212,79	135,21	167,83	174,24
dic.	11,30	8,67	5,15	302,32	168,36	111,73	115,26	216,81	135,42	171,37	175,32

(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 quel 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
1982	100.737	31.604	69.133	—	20,9	—	13,4
1983	120.629	35.432	85.197	—	20,7	—	13,2
1984	144.033	52.325	91.708	—	20,4	—	17,1
1985	153.722	46.441	107.281	—	18,1	—	12,9
1986	151.964	45.650	106.314	—	15,1	—	11,4
1987	150.643	44.507	106.136	—	13,0	—	10,0
1985 — nov.	19.475	5.544	13.931	4,7	17,9	3,0	10,5
dic.	23.709	16.840	6.869	4,3	18,1	4,2	12,9
1986 — gen.	-2.503	-2.871	368	3,4	16,5	3,2	11,2
feb.	11.903	-850	12.753	3,0	16,7	2,4	11,0
mar.	14.441	2.122	12.319	3,0	16,4	1,2	11,1
apr.	20.451	6.725	13.726	4,9	16,9	2,6	11,4
mag.	10.873	1.420	9.453	4,9	16,7	3,5	11,1
giu.	-6.186	-1.859	-4.327	2,8	15,3	2,6	11,1
lug.	26.598	12.851	13.747	2,8	16,0	2,7	12,1
ago.	3.948	-3.734	7.682	2,4	16,0	2,1	12,0
set.	16.005	1.948	14.057	4,6	15,8	3,3	12,2
ott.	17.837	10.861	6.976	4,0	16,3	3,5	12,9
nov.	20.871	6.324	14.547	4,8	16,1	4,0	13,0
dic.	17.726	12.713	5.013	3,8	15,1	3,6	11,4
1987 — gen.	4.538	3.927	611	3,1	15,9	3,5	13,2
(*) feb.	12.455	1.786	10.669	2,7	15,7	3,5	13,9
mar.	11.824	-869	12.693	3,2	15,2	2,8	13,1
apr.	20.466	5.283	15.183	4,1	15,0	2,1	12,5
mag.	13.253	3.794	9.459	4,2	15,0	2,7	13,0
giu.	-2.070	2.132	-4.202	3,1	15,5	3,7	14,1
lug.	23.240	9.470	13.770	2,8	14,8	3,2	12,9
ago.	4.515	-4.674	9.189	2,3	14,8	2,1	12,8
set.	8.361	-6.071	14.432	3,2	13,9	0,4	10,8
ott.	15.398	8.008	7.390	2,8	13,5	0,7	9,8
nov.	18.580	9.104	9.476	3,2	13,0	1,8	10,3
dic.	20.083	12.617	7.466	3,0	13,0	2,8	10,0

(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.-set.	luglio	agosto	settembre	gen.-set.
A) Banca d'Italia e Ufficio italiano dei cambi								
ATTIVITÀ								
Estero (a1)	5.195	-13.651	3.489	3.306	-1.909	-4.225	4.145	395
Settore statale (a2) (1)	13.529	27.482	10.891	3.318	4.756	3.586	565	13.270
Aziende di credito (a3)	-3.550	5.675	-3.360	-4.568	1.557	-979	-1.792	-2.231
Istit. di credito speciale (a4)	433	-273	458	486	49	36	-20	53
Altre partite (a5)	-2.129	-402	-910	-2.894	-905	-462	-3.623	-12.054
PASSIVITÀ								
Settore non statale (a6)	3.561	3.967	3.036	-1.126	2.719	-2.326	-236	-868
Aziende di credito (a7)	9.917	14.864	7.532	774	829	282	-489	301
B) Aziende di credito								
ATTIVITÀ								
BI-UIC (b1=a7)	9.917	14.864	7.532	774	829	282	-489	301
Estero (b2)	-5.138	5.299	-6.454	-5.031	2.019	3.214	-2.973	-1.925
Settore statale (b3) (1)	4.778	11.624	7.575	-333	-3.285	-960	7.417	-4.663
Settore non statale (b4)	38.162	30.126	28.170	6.608	6.938	-4.820	-8.180	4.438
Istit. di credito speciale (b5)	2.123	1.123	6	-3.534	-1.941	349	895	-1.293
Altre partite (b6)	-9.535	-15.398	342	-9.546	-4.339	-35	5.827	-737
PASSIVITÀ								
Settore non statale: conti cor. (b7)	26.205	22.296	29.808	-3.354	-303	-1.623	4.399	-6.105
dep. a risp. (b8)	14.064	13.777	1.474	-10.636	194	961	141	-5.954
pronti c/termine (b9)	132	3	199	2.009	386	138	-652	2.445
certif. dep. (b10)	4.276	5.753	8.129	5.007	-1.452	-549	410	7.688
BI-UIC (b11=a3)	-3.550	5.675	-3.360	-4.568	1.557	-979	-1.792	-2.231
Settore statale (b12)	-820	134	921	480	-161	82	-9	278

(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.-set.	luglio	agosto	settembre	gen.-set.
C) Settore statale								
FABBISOGNO INT. (c1)	93.425	114.848	109.307	82.097	13.881	9.358	14.694	83.813
PASSIVITÀ NEI CONFRONTI DI:								
Settore non statale								
Risp. post.: conti corr. (c2)	657	2.221	-479	-1.002	611	212	264	-202
dep. arisp. (c3)	5.972	7.788	10.553	3.418	395	558	447	4.819
BOT e altri titoli di Stato (c4)	63.938	60.126	57.757	53.660	11.738	7.652	7.689	74.234
BI-UIC (c5=a2)	13.529	27.482	10.891	3.318	4.756	3.586	565	13.270
Aziende di credito (c6=b3-b12)	5.598	11.490	6.654	-814	-3.123	-1.042	7.425	-4.941
Altri (c7)	3.731	5.741	23.931	23.517	-496	-1.608	-1.696	-3.367
D) Aggregati monetari e loro contropartite								
(conto consolidato degli organismi creatori di liquidità)								
AGGREGATI MONETARI								
M1 (d1=a6+b7+c2)	30.423	28.484	32.365	-5.481	3.026	-3.737	4.427	-7.174
Dep. a risp. (d2=b8+c3)	20.036	21.565	12.027	-7.218	590	1.520	589	-1.135
Pronti contro termine (d3=b9)	132	3	199	2.009	386	138	-652	2.445
M2A (d4=d1+d2+d3)	50.591	50.051	44.591	-10.690	4.002	-2.079	4.364	-5.864
Certif. dep. banc. (d5=b10)	4.276	5.753	8.129	5.007	-1.452	-549	410	7.688
M2 (d6=d4+d5)	54.867	55.804	52.720	-5.683	2.550	-2.629	4.774	1.824
FONTI DI CREAZIONE								
Eestero (d7=a1+b2)	57	-8.352	-2.965	-1.725	110	-1.011	1.172	-1.530
Settore Statale								
(d8=c1-c4-c7)	25.756	48.981	27.619	4.920	2.639	3.314	8.701	12.946
Settore non statale (d9=b4)								
Ist. di credito speciale								
(d10=a4+b5)	2.556	850	464	-3.048	-1.892	385	876	-1.240
Altre (d11=a5+b6)	-11.664	-15.801	-568	-12.438	-5.244	-497	2.205	-12.790

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
1982 — dic.	216.640	402.324	402.324	475.341	16,7	18,1	18,1	18,0
1983 — dic.	244.629	448.498	451.755	540.084	12,9	11,5	12,3	13,6
1984 — dic.	275.052	499.090	506.623	616.264	12,4	11,3	12,1	14,1
1985 — nov.	273.477	504.331	517.567	649.336	13,4	12,1	13,2	13,2
dic.	303.536	549.141	562.427	687.652	10,4	10,0	11,0	11,6
1986 — gen.	292.155	538.587	553.197	684.549	9,5	9,3	10,0	11,0
feb.	285.339	527.862	543.021	679.762	9,6	8,8	9,4	10,7
mar.	288.297	529.123	543.677	684.194	9,9	8,5	9,0	10,8
apr.	289.456	527.926	544.079	683.387	9,8	7,9	8,5	9,6
mag.	288.671	525.254	542.022	681.906	11,1	8,2	8,8	9,1
giu.	291.526	527.848	544.973	682.590	10,1	7,6	8,2	8,1
lug.	294.071	531.662	548.916	686.672	8,8	6,9	7,6	7,3
ago.	291.463	531.145	548.638	686.528	8,8	6,9	7,6	7,0
set.	298.055	538.451	556.744	693.512	9,5	7,3	8,2	7,0
ott.	302.077	543.944	563.426	698.838	10,6	8,1	9,1	7,8
nov.	304.475	548.355	568.636	702.517	11,3	8,7	9,9	8,2
dic.	335.901	593.732	615.147	744.198	10,7	8,1	9,4	8,2
1987 — gen.	321.228	580.558	606.186	737.559	9,9	7,8	9,6	7,7
(*) feb.	314.238	571.470	599.339	731.943	10,1	8,3	10,4	7,7
mar.	316.450	573.014	602.319	736.387	9,8	8,5	10,8	7,6
apr.	319.698	576.813	606.917	741.833	10,4	9,3	11,5	8,6
mag.	319.129	576.521	607.200	743.207	10,6	9,8	12,0	9,0
giu.	325.012	581.582	612.276	747.012	11,5	10,2	12,4	9,4
lug.	328.038	585.584	614.826	755.361	11,6	10,1	12,0	10,0
ago.	324.301	583.504	612.197	757.985	11,3	9,9	11,6	10,4
set.	328.728	587.868	616.971	771.070	10,3	9,2	10,8	11,2
ott.	332.432	591.991	621.708	778.936	10,0	8,8	10,3	11,5
nov.	331.136	591.434	622.315	786.495	8,8	7,9	9,4	12,0
dic. ....	....	634.761	666.472	....	....	6,9	8,3	....

(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	Finanziamenti al settore non statale da:								Settore statale (4)	Estero (5)	Partite non classificabili
	Attività finanziarie	aziende di credito (1)	istituti di credito speciale (1)	obbligazioni	settore statale (2)	azioni	altre passività sull'interno (3)	estero			
1982	90.345	11.351	13.461	4.412	11.592	4.551	2.230	3.756	59.079	-10.048	-10.039
1983	123.013	21.462	11.549	2.422	14.139	8.645	3.000	2.094	71.867	706	-12.871
1984	138.769	35.930	14.469	1.925	10.780	6.365	3.300	2.075	82.507	-7.254	-11.328
1985	147.318	33.338	11.409	1.694	11.837	7.719	4.192	5.271	97.339	-7.761	-17.720
1986	170.997	23.467	16.896	5.286	7.002	17.425	7.570	367	97.484	665	-5.165
1987 .....	....	21.738	19.165	3.604	....	....	10.674	....	102.047	....	....
1985 — nov. ...	7.594	4.076	1.471	-2	470	-354	120	299	13.491	-693	-11.284
dic.	49.062	13.279	3.906	-346	711	4.753	175	-575	6.069	-2.025	23.115
1986 — gen. ...	6.193	-5.761	842	2.048	289	1.457	894	-59	313	-1.529	7.699
feb.	8.449	-4.316	2.052	1.415	928	682	735	92	11.835	-1.219	-3.755
mar. ...	13.405	-1.190	2.804	508	535	816	736	-472	11.659	-1.269	-722
apr. ...	12.500	5.640	1.067	17	279	-597	326	1.919	12.700	-1.308	-7.543
mag. ...	10.620	243	1.353	-176	1.436	-683	91	1.812	8.782	533	-2.771
giu.	7.571	909	-1.937	-832	756	1.958	960	84	-7.488	531	12.630
lug.	11.792	10.605	856	1.391	309	1.711	723	-502	13.184	1.709	-18.194
ago. ...	7.104	-4.351	614	3	663	2.694	632	-1.133	7.258	2.714	-1.990
set.	16.128	955	1.401	-409	211	2.680	859	-1.192	13.868	803	-3.048
ott. ...	18.130	8.495	2.442	-75	568	3.847	453	-492	6.465	2.864	-6.437
nov. ...	11.490	3.846	1.802	677	611	1.225	496	508	13.953	-404	-11.224
dic.	47.617	8.392	3.601	721	416	1.633	666	-198	4.956	-2.760	30.190
1987 — gen. ...	4.587	3.891	58	-22	555	1.132	968	-247	-102	612	-2.258
(*) feb.	8.281	-183	1.648	322	616	-790	1.097	1.332	10.626	-768	-5.619
mar. ...	13.134	-3.824	2.134	822	1.014	688	1.011	2.598	11.841	-726	-2.424
apr. ...	14.323	4.015	1.152	116	669	270	538	1.165	14.648	357	-8.607
mag. ...	6.663	2.879	1.036	-121	541	71	600	-538	9.115	-1.511	-5.409
giu.	11.138	1.805	167	159	482	2.926	1.248	-1.465	-4.736	273	10.279
lug.	19.411	6.345	2.518	607	1.391	2.083	932	-575	12.425	645	-6.960
ago. ...	7.354	-5.030	376	-20	557	1.177	820	-1.013	8.830	1.020	637
set.	12.660	-8.495	2.029	394	727	645	886	1.259	13.474	21	1.720
ott. ...	....	4.946	2.601	461	947	....	916	....	7.762	....	....
nov. ...	....	5.860	2.341	903	495	....	825	....	11.265	....	....
dic. ....	....	9.529	3.104	-17	....	....	833	....	6.900	....	....

(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

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: *Modificazioni 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)

12 ottobre — Provvedimenti fiscali: Imposte di fabbricazione.

Viene rinnovata fino al 31.12.88 la delega al Governo, scaduta il 30.6.87 (L. 25.3.86, n. 73), per l'emanazione di decreti disponenti l'aumento o la riduzione delle imposte di fabbricazione e delle corrispondenti sovrainposte di confine sui prodotti petroliferi. Le variazioni saranno disposte al fine di compensare le fluttuazioni del prezzo alla produzione, relativamente alla benzina e al gasolio per autotrazione.

Rispetto alla delega precedente, tuttavia, i decreti di riduzione potranno essere adottati nei limiti di copertura consentiti dalle maggiori entrate già acquisite per effetto di precedenti decreti di aumento emanati ai sensi della nuova delega.

(L. 9.10.87, n. 417; G.U. 12.10.87, n. 238)

31 ottobre — Provvedimenti fiscali: Finanza locale.

La legge, che converte con alcune modificazioni il D.L. 31.8.87, n. 59, stabilisce definitivamente

il regime finanziario degli enti locali per il 1987 e introduce nuove norme relative al 1988.

In particolare, per gli anni 1987 e 1988 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 per il 1987 e 1988 vengono mantenuti costanti, rispetto al 1986 e, per le province, vengono progressivamente ridotti del 5 per cento per ciascun anno. Per le province, i minori stanziamenti confluiscono nel Fondo perequativo per la finanza locale. Rispetto al 1986, sono introdotti ulteriori parametri per la ripartizione del fondo perequativo. Tale fondo è inoltre maggiorato di un importo destinato al finanziamento della spesa per i rinnovi contrattuali del pubblico impiego. Contestualmente vengono espressamente vietate deroghe da parte degli enti locali nell'applicazione dei contratti nazionali collettivi di lavoro.

Per il 1987, il fondo per lo sviluppo degli investimenti dei comuni e delle province è fissato in misura pari ai contributi dello Stato concessi per l'ammortamento dei mutui contratti a tutto il 31 dicembre 1986; detto fondo è maggiorato per ciascuno degli anni 1988 e 1989 di 1.050 miliardi di lire.

In materia di stipulazione di mutui da parte degli enti locali, vengono sostanzialmente confermate le modalità e le condizioni stabilite per il 1986. La Cassa depositi e prestiti è autorizzata a concedere mutui, assicurando il 50 per cento dei fondi agli enti del Mezzogiorno e privilegiando il finanziamento di progetti d'investimento relativi ad acquedotti, fognature, impianti di depurazione e alle ferrovie metropolitane di alcune città. Vengono posti nuovi limiti alla possibilità di indebitamento per le aziende speciali degli enti locali, sia con riferimento alla possibilità di contrarre mutui che all'utilizzo delle anticipazioni di tesoreria.

Il limite minimo di copertura del costo complessivo dei servizi pubblici a domanda individuale viene fissato al 32 per cento per il 1987 e al 36 per cento per il 1988. Per gli acquedotti, la quota di copertura è fissata nella misura minima del 60 e del 70 per cento, rispettivamente nel 1987 e nel 1988.

In materia di tributi locali, viene confermato per il 1987 e il 1988 l'obbligo di applicare le ali-

quote dell'Invim nella misura massima; è fatto obbligo di istituire dal 1987 la tassa per lo smaltimento dei rifiuti solidi urbani e dal 1988 la tassa per l'occupazione di spazi e aree pubbliche, le cui tariffe sono aumentate del 30 per cento. Circa la tassa per lo smaltimento dei rifiuti solidi urbani, è data facoltà, per il 1987, di applicare una maggiorazione del 50 per cento; inoltre i proventi di detta tassa devono assicurare una copertura del costo del servizio pari ad almeno il 40 e il 60 per cento rispettivamente per il 1987 e il 1988. L'imposta comunale sulla pubblicità e i diritti sulle pubbliche affissioni sono progressivamente aumentati nel 1987 e nel 1988, così come l'addizionale sul consumo di energia elettrica; sono inoltre innalzati le tasse sulle concessioni comunali e alcuni diritti fissi minori esigibili da comuni e province.

Infine, a decorrere dal 1989, è fatto obbligo agli enti locali di versare, per il tramite dei tesoriери, i contributi previdenziali relativi alle retribuzioni erogate; le eventuali morosità pregresse alla fine del 1988 dovranno essere definite entro cinque anni.

(L. 29.10.87, n. 440; G.U. 31.10.87, n. 255)

21 novembre — Provvedimenti fiscali: Norme in materia di imposte.

Viene convertito in legge, con alcune modifiche, il D.L. 24.9.87, n. 391. In particolare, viene raddoppiata, anziché quadruplicata, l'imposta di bollo sulle ricevute bancarie.

(L. 21.11.87, n. 477; G.U. 24.11.87, n. 275)

17 dicembre — Provvedimenti fiscali: Imposte dirette.

Sono aumentati i coefficienti di aggiornamento dei redditi iscritti nel catasto dei fabbricati per l'anno 1988.

(D.M. 19.11.87; G.U. 17.12.87, n. 294)

29 dicembre — Provvedimenti fiscali: Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 30 ottobre 1987, n. 443, recante disposizioni urgenti in materia sanitaria.

Dal 1° gennaio 1987 gli assistiti del Servizio sanitario nazionale sono esentati dalla partecipa-

zione alla spesa per prestazioni 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.

(L. 29.12.87, n. 531; G.U. 30.12.87, n. 303; convertite con modificazioni il D.L. 30.10.87, n. 443; quest'ultimo riproponeva con modificazioni il testo dei DD.LL. 31.8.87, n. 360; 30.6.87, n. 257; 29.4.87, n. 166; 28.2.87, n. 53; 30.12.86, n. 921 decaduti)

30 dicembre — Provvedimenti fiscali: Fiscalizzazione degli oneri sociali, proroga degli sgravi contributivi nel Mezzogiorno ed interventi per settori in crisi e norme in materia di organizzazione dell'INPS.

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. 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. 30.12.87, n. 536; G.U. 31.12.87, n. 304; ripropone con modificazioni il testo dei DD.LL. 30.10.87, n. 442; 28.8.87, n. 358; 27.6.87, n. 244; 28.4.87, n. 156; 25.2.87, n. 48; 22.12.86, n. 882 decaduti)

31 dicembre — Provvedimenti fiscali: Norme in materia tributaria, di previdenza, di assunzioni nella pubblica amministrazione ed altre disposizioni urgenti.

In materia di Irpef, viene aumentata la detrazione per coniuge a carico spettante per il 1987;

vengono stabiliti ulteriori incrementi per gli anni 1988 e 1989. L'ammontare della detrazione per i redditi da lavoro dipendente viene incrementato a partire dal 1988 e, successivamente, ulteriormente aumentato per il 1989. A decorrere dal 1988, viene aumentata l'ulteriore detrazione prevista per i redditi da lavoro dipendente di minore importo. Sono inoltre elevati i limiti di reddito al di sotto dei quali i familiari sono considerati a carico. Ai fini della determinazione dei redditi diversi, vengono ristretti i limiti di esenzione delle plusvalenze realizzate mediante cessione a titolo oneroso di partecipazioni sociali.

La misura del versamento di acconto dell'Irpeg e dell'Ilor dovuta dalle persone giuridiche da effettuarsi per gli anni 1988, 1989 e 1990 è elevata dal 92 al 98 per cento.

Viene elevata dal 25 al 30 per cento l'aliquota dell'imposta sostitutiva sugli interessi, premi ed altri frutti dei depositi e conti correnti bancari e postali maturati dal 1° gennaio 1988. La misura del versamento di acconto della suddetta imposta è elevata al 60 per cento per ciascuna delle due scadenze stabilite per l'anno 1988, mentre rimane fissata al 50 per cento per ciascuna delle scadenze stabilite per gli anni 1989 e 1990.

Ai fini delle imposte sul reddito, viene concessa, con alcune limitazioni, la deducibilità degli accantonamenti effettuati dalle aziende di credito per rischi su crediti nei confronti di Stati stranieri che hanno ottenuto le procedure di ristrutturazione del debito estero. Vengono posti ulteriori limiti alla deduzione dal reddito della società incorporante delle perdite delle società incorporate mediante fusione.

In materia di imposizione indiretta, le aliquote dell'imposta sulle assicurazioni private e sui contratti di rendita vitalizia sono aumentate del 25 per cento a decorrere dal 1° gennaio 1988. Con la medesima decorrenza, vengono aumentate la tassa erariale automobilistica, la sovratassa annuale per autoveicoli azionati con motori Diesel, la tassa speciale per autoveicoli alimentati a gas di petrolio liquefatti, nonché le tasse sulle concessioni governative.

Viene ridotta la tassa speciale sui contratti di compravendita a contanti, a termine, pronti con-

tro termine e di riporto aventi per oggetto titoli di Stato e stipulati tra i soggetti ammessi a partecipare alle aste dei BOT; i contratti pronti contro termine sono fiscalmente assimilati ai contratti di riporto.

Sono prorogate al 31 dicembre 1988 le norme relative alla determinazione forfettaria del reddito e dell'imposta sul valore aggiunto per alcune categorie di contribuenti nonché le agevolazioni tributarie per l'acquisto della prima casa; vengono prorogate fino al 31 dicembre 1990 le disposizioni concernenti l'indetraibilità dell'IVA assolta sugli acquisti e sulle importazioni di automezzi, nonché dei corrispondenti lubrificanti e carburanti, da parte di professionisti e lavoratori autonomi.

I contributi capitari aggiuntivi dovuti all'INPS da coltivatori diretti, mezzadri e coloni sono elevati da 120.000 a 370.000 lire annue. Per le aziende agricole che operano nei territori svantaggiati e montani viene introdotto un contributo di 135.000 lire.

L'aliquota contributiva per le prestazioni del Servizio sanitario nazionale posta a carico dei lavoratori dipendenti è portata all'1,05 per cento (1,35 per cento nel 1987). Il contributo dovuto da artigiani, commercianti e liberi professionisti è fissato per il 1988 nel 6,5 per cento del reddito complessivo ai fini Irpef (7,50 per cento nel 1987); una quota pari al 15 per cento del contributo versato nel 1987 potrà essere portata in detrazione al contributo dovuto per il 1988.

Con decorrenza 1° gennaio 1988, gli assegni familiari sono sostituiti con l'assegno per il nucleo familiare. L'importo di tale assegno dipende dalla composizione del nucleo e dal suo reddito.

(D.L. 29.12.87, n. 533; G.U. 31.12.87, n. 304)

1988

13 gennaio — Provvedimenti fiscali: Norme in materia tributaria, di previdenza, di assunzioni nella pubblica amministrazione ed altre disposizioni urgenti

Vengono riproposte, con alcune modifiche, le norme contenute nel D.L. 29.12.87, n. 533, concer-

nenti gli aumenti della ritenuta sugli interessi bancari, delle tasse automobilistiche e di quelle sulle concessioni governative e dell'imposta sulle assicurazioni private. Limitatamente al 1988, vengono riproposti gli aumenti della misura dell'acconto dell'Irpeg e dell'Ilor dovuta dalle persone giuridiche, nonché dell'acconto dell'imposta sostitutiva sugli interessi bancari.

Il decreto ripropone le modifiche al testo unico sulle imposte dirette concernenti il trattamento tributario delle plusvalenze relative alla cessione di partecipazioni sociali e i limiti alla deducibilità delle perdite delle società incorporate.

Vengono riproposte le norme relative alle proroghe delle agevolazioni per l'acquisto della prima casa e dell'indetraibilità dell'IVA sugli acquisti di autoveicoli da parte di professionisti e lavoratori autonomi.

I contributi capitari aggiuntivi dovuti all'INPS da coltivatori diretti, mezzadri e coloni sono elevati da 120.000 a 370.000 lire annue. Per le aziende agricole che operano nei territori svantaggiati e montani viene introdotto un contributo di 135.000 lire.

L'aliquota contributiva per le prestazioni del Servizio sanitario nazionale, posta a carico dei lavoratori dipendenti è portata all'1,05 per cento (1,35 per cento nel 1987). Il contributo dovuto da artigiani, commercianti e liberi professionisti è fissato per il 1988 nel 6,5 per cento del reddito complessivo ai fini Irpef (7,50 per cento nel 1987); una quota pari al 15 per cento del contributo versato nel 1987 potrà essere portata in detrazione al contributo dovuto per il 1988.

(D.L. 13.1.88, n. 3; G.U. 13.1.88, n. 9; ripropone, in parte, il testo del D.L. 29.12.87, n. 533 decaduto)

13 gennaio — Provvedimenti fiscali: Norme in materia di imposte.

Vengono riproposte, con alcune modifiche, le norme contenute nel D.L. 29.12.87, n. 533, concernenti la deducibilità degli accantonamenti delle aziende di credito per rischi su crediti, la tassa speciale sui contratti di borsa, la proroga di alcune disposizioni relative alla determinazione for-

fettaria del reddito e dell'imposta sul valore aggiunto, le detrazioni Irpef. In particolare, vengono confermati gli aumenti delle detrazioni ai fini dell'imposta sul reddito delle persone fisiche per il 1987 e il 1988, mentre viene soppressa la maggiorazione degli importi prevista per il 1989.

(D.L. 13.1.88, n. 4; G.U. 13.1.88, n. 9)

13 gennaio — Provvedimenti fiscali: Norme in materia previdenziale, per il miglioramento delle gestioni degli enti portuali ed altre disposizioni urgenti.

Con decorrenza 1° gennaio 1988, gli assegni familiari sono sostituiti con l'assegno per il nucleo familiare. L'importo di tale assegno dipende dalla composizione del nucleo e dal suo reddito.

(D.L. 13.1.88, n. 5; G.U. 13.1.88, n. 9; ripropone, in parte, il testo del D.L. 29.12.87, n.533 decaduto)

16 gennaio — Provvedimenti fiscali: Norme in materia di imposte.

Viene elevata dal 9 al 18 per cento l'aliquota dell'imposta sul valore aggiunto per le cessioni degli oli combustibili diversi da quelli speciali, fluidi, per riscaldamento e per le cessioni di gas metano per uso domestico, ad eccezione di quello detenuto esclusivamente per la cottura e produzione di acqua calda.

Viene inoltre aumentata l'imposta di consumo sul gas metano usato come combustibile, nonché l'imposta di fabbricazione e la corrispondente sovrimposta di confine sulla birra e sugli spiriti.

(D.L. 15.1.88, n. 9; G.U. 16.1.88, n.12)

20 gennaio — Provvedimenti valutari: Revoca dei provvedimenti assunti con i DD.MM. 375 e 376 del 13.9.1987.

In anticipo rispetto alla scadenza prevista del 31.3.1988, vengono revocati i provvedimenti valutari del 13.9.1987. In particolare vengono aboliti gli obblighi di finanziamento in valuta e i divieti di estinguere i debiti e prorogare i crediti rispetto

alle scadenze contrattuali; la durata dei conti di attesa ordinaria viene riportata a 30 giorni e quella dei conti valutari da 30 a 120 e da 15 a 60, rispettivamente per la valuta di diretta acquisizione e per la valuta di giro.

(DD.MM. 20.1.1988; G.U. 20.1.1988, n. 15).

8 febbraio — Provvedimenti fiscali: *Misure urgenti per le dotazioni organiche del personale degli ospedali e per la razionalizzazione della spesa sanitaria.*

Le unità sanitarie locali, tenendo conto del tasso di utilizzo dei posti letto nel triennio

1985-87, dovranno formulare proposte alle regioni e alle provincie autonome per la rideterminazione, in diminuzione o in aumento, dei posti letto e per la conseguente revisione degli organici del personale degli ospedali pubblici. Le regioni e le provincie autonome dovranno fissare: a) la consistenza dei posti letto dei singoli ospedali, tenendo conto che la dotazione media dei posti letto nell'ambito regionale o provinciale deve essere pari a 6,5 posti per mille abitanti; b) le corrispondenti piante organiche, applicando per il personale in eccedenza gli istituti normativi e contrattuali vigenti in materia di mobilità.

(D.L. 8.2.88, n. 27; G.U. 9.2.88, n. 32)

BANCA D'ITALIA

ELENCO DELLE PUBBLICAZIONI PERIODICHE E DELLE COLLANE DI STUDIO

Assemblea generale ordinaria dei partecipanti (Relazione annuale)

Abridged version of the Annual report

Bollettino statistico (A.I. 1946, trimestrale)

Supplemento al Bollettino statistico (A.I. 1948, periodicità diverse)

Bollettino della Banca d'Italia - Vigilanza sulle Aziende di Credito (A.I. 1962, trimestrale)

Bollettino economico (A.I. 1983, semestrale)

Economic bulletin (A.I. 1985, semestrale)

Bollettino bibliografico (A.I. 1978, mensile)

Contributi all'analisi economica (A.I. 1985, annuale)

Temi di discussione (periodicità variabile):

- n. 83 *Domanda di lavoro e trasformazione dell'economia del Mezzogiorno*, di F. SIRACUSANO, C. TRESOLDI e G. ZEN (dicembre 1986)
- n. 84 *Interscambio con l'estero e struttura produttiva: elementi per una analisi integrata*, di P. CASELLI e L. F. SIGNORINI (febbraio 1987)
- n. 85 *Innovazione finanziaria e attività di merchant banking*, di F. CAPRIGLIONE (marzo 1987)
- n. 86 *L'indagine sui bilanci delle famiglie italiane nel 1984. Alcune considerazioni sugli errori campionari*, di L. CANNARI (aprile 1987)
- n. 87 *Aspetti macroeconomici dell'interazione fra sviluppo ed energia*, di R. S. MASERA (aprile 1987)
- n. 88 *La tassazione dei titoli pubblici in Italia: effetti distributivi e macroeconomici*, di G. GALLI (aprile 1987)
- n. 89 *Shocks temporanei e aggiustamento dinamico: una interpretazione contrattuale della CIG*, di L. GUISO e D. TERLIZZESE (luglio 1987)
- n. 90 *Il rientro dell'inflazione: un'analisi con il modello econometrico della Banca d'Italia*, di D. GRESSANI, L. GUISO e I. VISCO (luglio 1987)
- n. 91 *La disoccupazione in Italia: un'analisi con il modello econometrico della Banca d'Italia*, di G. BODO e I. VISCO (luglio 1987)
- n. 92 *L'Italia e il sistema monetario internazionale dagli anni '60 agli anni '90 del secolo scorso*, di M. ROCCAS (agosto 1987)
- n. 93 *Reddito e disoccupazione negli Stati Uniti e in Europa: 1979-1985*, di J. C. MARTINEZ OLIVA (agosto 1987)
- n. 94 *La tassazione e i mercati finanziari*, di G. ANCIDONI, B. BIANCHI, V. CERIANI, P. CORAGGIO, A. DI MAJO, R. MARCELLI e N. PIETRAFESA (agosto 1987)
- n. 95 *Una applicazione del filtro di Kalman per la previsione dei depositi bancari*, di A. CIVIDINI e C. COTTARELLI (ottobre 1987)
- n. 96 *Macroeconomic Policy Coordination of Interdependent Economies: the Game-Theory Approach in a Static Framework*, di J. C. MARTINEZ OLIVA (ottobre 1987)
- n. 97 *Occupazione e disoccupazione: tendenze di fondo e variazioni di breve periodo*, di P. SYLOS LABINI (novembre 1987)
- n. 98 *Capital controls and bank regulation*, di G. GENNOTTE e D. PYLE (dicembre 1987)

Quaderni di ricerca giuridica (periodicità variabile):

- n. 1 *Evoluzione tecnica e disciplina giuridica dell'intermediazione finanziaria*, di F. CAPRIGLIONE (ottobre 1985).
- n. 2 *Moneta*, di F. CARBONETTI (dicembre 1985).
- n. 3 *L'istituto di emissione*, di P. DE VECCHIS (febbraio 1986).
- n. 4 *Governo del credito e Regioni a statuto speciale: il quadro istituzionale*, di G. CARRIERO (aprile 1986).
- n. 5 *Una svolta dei titoli di massa (il progetto Monte Titoli)*, di G. OPPO (aprile 1986).
- n. 6 *Le norme di recepimento della Direttiva comunitaria n. 780/77 in materia creditizia*, di L. DESIDERIO (maggio 1986).
- n. 7 *La legge bancaria: evoluzione normativa e orientamenti esegetici*, di G. SANGIORGIO e F. CAPRIGLIONE (giugno 1986).
- n. 8 *L'attività bancaria nell'ambito dei movimenti di capitali nella CEE*, di V. MEZZACAPO, (giugno 1986).
- n. 9 *Le gestioni bancarie di patrimoni mobiliari*, di F. CAPRIGLIONE (luglio 1986).
- n. 10 *I cinquant'anni della legge bancaria*, di F. CARBONETTI (settembre 1986).
- n. 11 *La legge bancaria*, (ottobre 1986).
- n. 12 *L'evoluzione della disciplina del controllo sul sistema creditizio dalla legge bancaria ad oggi*, di C. LAMANDA (dicembre 1986).
- n. 13 *L'accertamento dell'illecito amministrativo nel diritto valutario e nel diritto tributario*, di G. IMPERATRICE (marzo 1987).
- n. 14 *Profilo istituzionale della disciplina pubblicistica del credito*, di G. SANGIORGIO (maggio 1987).
- n. 15 *La disciplina comunitaria del credito al consumo*, a cura di F. CAPRIGLIONE (luglio 1987).
- n. 16 *Il credito documentario: nozione, fondamento, problematica*, di C. TAGLIENTI (settembre 1987).
- n. 17 *Aspetti legali delle crisi bancarie in Italia*, di P. DE VECCHIS (gennaio 1988).

Per qualsiasi informazione riguardante le pubblicazioni rivolgersi a:

Banca d'Italia
Servizio Studi - Biblioteca
Via Nazionale, 91 - 00184 ROMA
Telefono (06) 47922404